



SECOR CONSEIL

COMMISSION DE L'ÉCONOMIE ET DU TRAVAIL

Déposé le : 5 mai 2010

No. : LET-063

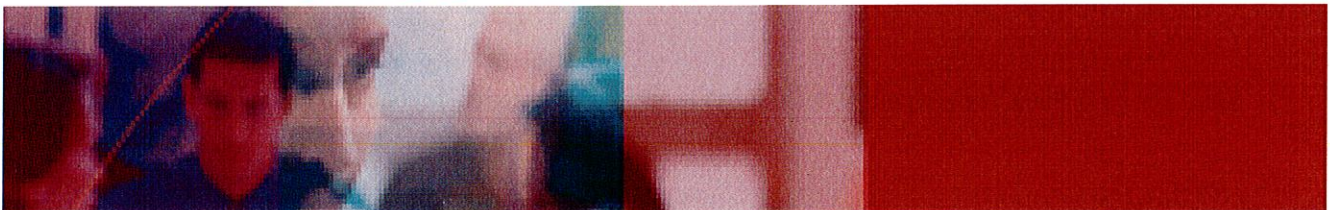
Secrétaire : Catherine Gréas.

LE QUÉBEC ET LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF - *UN PORTRAIT DE L'ÉVOLUTION DES DERNIÈRES ANNÉES*

PRÉSENTÉ AU
MINISTÈRE DU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE,
DE L'INNOVATION ET DE L'EXPORTATION DU QUÉBEC

Mai 2008

MONTRÉAL - PARIS - TORONTO - NEW YORK



CONTEXTE ET OBJECTIFS

La vague de fusions/acquisitions que connaît le Canada depuis les cinq dernières années éveille des incertitudes au sein de la communauté économique et politique canadienne. Beaucoup s'interrogent sur la réalité de cette tendance dans le contexte québécois et sur la capacité du Québec à en sortir gagnant. En particulier, l'acquisition d'entreprises telles que BCE, Alcan ou Tecsult cristallise les craintes de nombreuses parties prenantes et fait oublier les transactions réalisées en sens inverse par des sociétés telles que SNC-Lavalin, Groupe Transcontinental ou les Pages Jaunes.

SECOR suit ce phénomène depuis plusieurs années. En 2007, nous avons lancé une étude sur la performance du Canada et des entreprises canadiennes sur le marché du contrôle corporatif. Les résultats de l'étude, publiés en début de 2008, ont contribué déjà de façon constructive au débat public sur la compétitivité des compagnies canadiennes, particulièrement en documentant l'ampleur du phénomène et de ses composantes. .

Dans la foulée de cette étude, le ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation du Québec (MDEIE) a mandaté SECOR pour la réalisation d'une étude plus spécifique au Québec, sur sa performance eu égard au « marché du contrôle corporatif ». (Le marché du contrôle corporatif étant entendu comme les gains et les pertes au niveau des sièges décisionnels et de la propriété des entreprises¹.) Le MDEIE a également souhaité que cette analyse brosse un bref portrait des grandes tendances mondiales en matière de fusions et acquisitions. Ce rapport présente les résultats de cette étude. L'exercice nous a aussi mené à formulé diverses hypothèses de politiques que pourrait adopter le gouvernement du Québec pour améliorer la position des entreprises québécoises sur ce marché.

¹ Voir l'annexe méthodologique pour la définition et le contour de la notion de contrôle corporatif.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE EXÉCUTIF	2
1. LES TENDANCES MONDIALES SUR LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF	5
La fin d'un cycle de forte croissance sur le marché du contrôle corporatif	5
Physionomie des transactions	8
Deux acteurs importants.....	15
2. LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF AU QUÉBEC	18
Tendances générales.....	18
La performance du Québec comparée à l'Ontario et au Canada.....	22
Focus sur les transactions ne dépassant pas un milliard de dollars	26
Considérations sur les transactions de plus d'un milliard de dollars	40
Conclusion	43
3. LES FACTEURS AGISSANT SUR LE CONTRÔLE CORPORATIF ET RECOMMANDATIONS POUR LE QUÉBEC	44
Principaux facteurs agissant sur le contrôle corporatif	44
Perspectives et recommandations.....	51
ANNEXE MÉTHODOLOGIQUE	53
Définitions.....	53
Méthodes.....	53
Classification sectorielle	54

SOMMAIRE EXÉCUTIF

OBJECTIFS ET MÉTHODOLOGIE

Entre 2002 et 2007, les transactions de fusions et d'acquisitions impliquant des entreprises québécoises et des entreprises de l'extérieur du Québec ont fortement augmenté tant en nombre qu'en valeur. Dans ce contexte, le ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation du Québec a mandaté SECOR pour mener une étude sur la performance du Québec sur le marché du contrôle corporatif. L'objectif du présent rapport est double :

- Analyser les principaux éléments structurant le marché du contrôle corporatif en mettant la situation du Québec en parallèle avec les tendances mondiales;
- Apporter quelques éléments de réponse quant aux facteurs explicatifs de la performance du Québec sur ce marché et formuler des hypothèses de politiques que pourrait mettre en place le gouvernement du Québec pour influencer la performance du Québec sur ce marché.

Pour évaluer la performance du Québec sur le marché du contrôle corporatif, SECOR a analysé toutes les transactions de plus de 1 millions \$ É.-U. recensées sur cette période et correspondant soit à une prise de contrôle par une entreprise québécoise d'une firme basée hors du Québec (transaction sortante), soit à une prise de contrôle d'une entreprise québécoise par une firme basée hors du Québec (transaction entrante).

Les données utilisées furent tirées de la base de données Bloomberg et se limite donc aux transactions impliquant des entreprises publiques et résultant en un changement de contrôle d'une des deux entités. Selon la classification de Bloomberg, ceci inclut les prises de contrôle, les prises de position majoritaires (>50 %), les privatisations gouvernementales et les rachats par des sociétés de financement par capitaux propres. La localisation du siège décisionnel, déterminé par le lieu de travail de la haute direction et dans les cas où il y a plus qu'un lieu, par la composition du conseil d'administration, a aussi été prise en considération dans quelques cas de sociétés publiques ayant un actionnariat très diffus.

Enfin, sauf indication contraire, tous les chiffres sont exprimés en dollars américains, la monnaie utilisée dans la base de données Bloomberg.

FAITS SAILLANTS

Après une période de forte croissance entre 2002 et 2007, les transactions de fusions et d'acquisitions sont en net recul en 2008, et ce à l'échelle du monde. Il en fut ainsi sur le marché du contrôle corporatif, un marché dominé par des transactions majoritairement amicales, transfrontalières et de grande envergure. La vague de fusions et d'acquisition amorcée en 2002 s'est aussi polarisée autour de quelques secteurs, notamment les services financiers.

Par ailleurs, deux acteurs nouveaux se sont manifestés sur ce marché : les sociétés de financement par capitaux propre (plus communément appelées *Private Equity funds*) et les fonds souverains. Ces derniers prennent d'ailleurs le relais des premiers dans les très grandes transactions. Toutefois ils sont encore peu présents au Québec et au Canada.

La performance du Québec sur le marché du contrôle corporatif pour la période 2002-2007 est contrastée. Elle se résume dans les cinq constats suivants :

- Si l'on exclut les transactions de plus d'un milliard de dollars É.-U., la performance du Québec apparaît équilibrée entre 2002 et 2007 : le Québec achète plus d'entreprises qu'elle n'en vend, et dégage un excédent cumulé de \$32,2 millions É.-U. Si l'on tient compte de l'impact du taux de change, l'excédent dépasse même un milliard de dollars canadiens. Toutefois, cette bonne tendance s'est renversée en 2007, où le bilan fut très négatif.
- Plusieurs secteurs de l'économie ont contribué au surplus québécois, notamment deux secteurs « protégés » des prises de contrôle étrangères : services financiers et communications. Par contre, certains secteurs hautement stratégiques ont été déficitaires, tels le secteur primaire et les matériaux de base, le secteur industriel et dans une moindre mesure le secteur des biens et service de consommation. Paradoxalement, le secteur le plus déficitaire, les matériaux de base, est un secteur où le levier gouvernemental de contrôle indirect est élevé puisqu'il concerne l'exploitation de ressources naturelles.
- Dans les transactions qui dépassent un milliard de dollars, le Québec accuse un déficit important. En comparaison, pour ces grandes transactions, le Canada est proche de l'équilibre et l'Ontario est en situation de surplus. Largement limitées en nombre, ces transactions ont un impact majeur sur la performance du Québec en valeur. Si l'on en tient compte, le Québec passe d'un surplus de \$32,2 millions É.-U. pour la période 2002-2007 à un déficit de \$67,9 milliards É.-U. La totalité de ce déficit s'explique toutefois par deux transactions, soit BCE et Alcan. En excluant ces deux transactions, le Québec affiche un excédent net de \$17,5 milliards É.-U.
- Par ailleurs, le Québec a enregistré moins de transactions que les autres provinces, notamment l'Ontario. Ceci s'explique entre autres, par un moins grand nombre de sociétés publiques par rapport à la taille de son économie.
- Enfin, la situation du Québec est similaire à ce qui s'observe ailleurs dans le monde à plusieurs égards. La plupart des transactions sont intra-secteur, de nature stratégique, et en valeur, les transactions internationales dominent. Les méga-transactions (> \$5 Mds É.-U.) représentent aussi un important pourcentage de la valeur totale des transactions. Au Québec, ce fut le cas avec deux transactions, BCE et Alcan. Les acheteurs financiers (par opposition aux acheteurs stratégiques) ont représenté au Québec comme ailleurs dans le monde, environ 20 % des transactions. En revanche, le Québec se distingue au niveau du profil sectoriel : le secteur des matériaux de base fut très impliqué dans des transactions, alors que le secteur des services financiers le fut moins.

PISTES DE RÉFLEXION

Les gouvernements peuvent influencer le marché du contrôle corporatif, et ce autant par des mesures défensives que des mesures offensives. Le gouvernement du Québec devrait explorer à cet égard les pistes suivantes.

- Dans son étude sur la situation canadienne, SECOR recommandait au gouvernement du Canada d'amender la loi des compagnies pour élargir les pouvoirs des conseils d'administration face à des offres non-sollicitées et d'être plus vigilant dans le cadre des mécanismes actuels de l'examen des investissements étrangers.
- Dans la même veine, il y aurait lieu pour le gouvernement du Québec de considérer
 - ❖ Une vigie du gouvernement du Québec pour mieux appréhender la négociation des transactions majeures;
 - ❖ Une meilleure connaissance des nouveaux joueurs sur le marché du contrôle corporatif, notamment les grands fonds souverains et les principales sociétés de capital privé;
 - ❖ Une présence plus marquée lors de l'examen des investissements étrangers qui a lieu au niveau fédéral.
- Cependant, le Québec doit avant tout se montrer plus volontariste. Pour cela, le gouvernement du Québec doit donner les moyens aux entreprises du Québec de grandir et de se développer hors des frontières provinciales, ce qui inclut, entre autres
 - ❖ Un soutien à la productivité et à l'expansion géographique;
 - ❖ Un encouragement aux investissements en capital et en R&D;
 - ❖ Une amélioration des marchés de capitaux en termes d'efficience et de coûts, particulièrement pour les financements publics.

1. LES TENDANCES MONDIALES SUR LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF

Cette section a pour objectif de présenter les principales tendances mondiales qui ont marqué le marché du contrôle corporatif au cours de la dernière décennie. Cette mise en contexte permettra notamment de mieux situer la performance québécoise eu égard à ce débat sur les prises de contrôle des entreprises. À noter que l'analyse des tendances mondiales se base sur les données collectées à partir de la base de données Bloomberg et ne concerne ainsi que les transactions impliquant des entreprises publiques.

LA FIN D'UN CYCLE DE FORTE CROISSANCE SUR LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF

Les fusions et acquisitions sont un phénomène intrinsèque du développement des entreprises et des économies industrialisées. Si ce type de transactions est un phénomène courant et continu, il a généralement tendance à se manifester par cycle. La période 2002-2007 a été marquée à cet égard par une forte croissance des transactions en matière de fusions et acquisitions, tant en nombre qu'en valeur de transactions. Plusieurs facteurs économiques et financiers se sont conjugués pour alimenter cette progression des achats et ventes d'entreprises. Cependant, le ralentissement marqué de la croissance américaine et la contraction des conditions de crédit observée depuis la fin de l'année 2007 augurent de la fin de ce cycle haussier en matière de fusions/acquisitions.

Entre 2002 et 2007, le nombre de transactions a été multiplié par cinq, soit une progression de 37 % par année en moyenne. Trois facteurs principaux inter-reliés expliquent cette croissance :

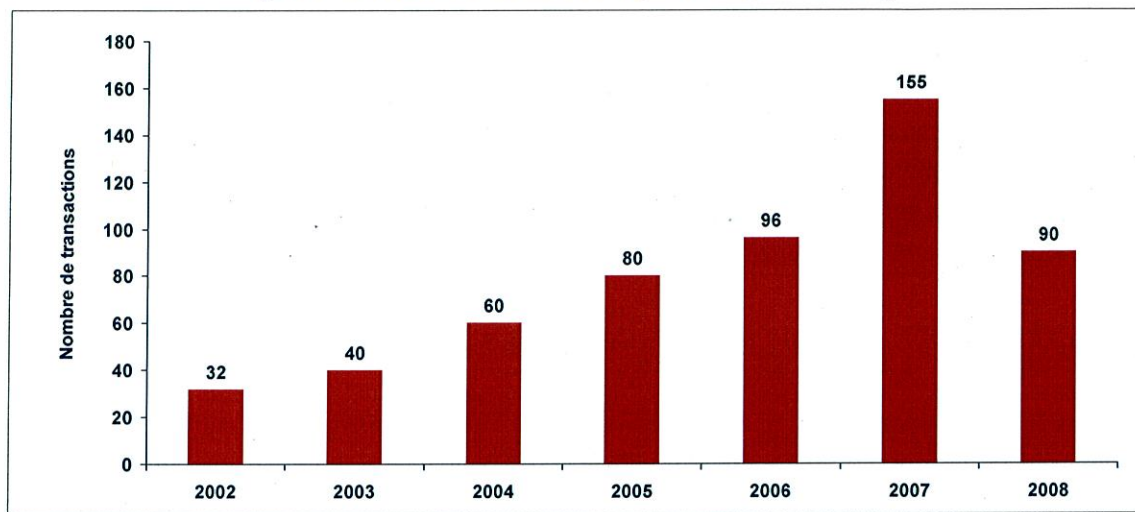
- Solides performances des entreprises, qui disposaient de trésoreries solides et cherchaient à croître;
- Bas taux d'intérêts et capitaux abondants permettant un endettement bon marché. Ce contexte favorable de marché a particulièrement soutenu le développement des activités des sociétés de financement par capitaux propres², dont la part du marché mondial des transactions est passée de 8% en 2002 à un sommet de 28% dans la première moitié de 2007.
- Faible niveau d'endettement de nombreuses entreprises n'optimisant pas leur structure de capital, les rendant par le fait même plus vulnérables à une acquisition;

Par contre, avec l'écroulement du marché de la dette à l'été 2007, on constate cependant un important recul en 2008, ce qui laisse entrevoir une pause. À la même date, le nombre de transactions est en baisse de 42 % par rapport à 2007 (voir schéma suivant).

² Soit la traduction française des sociétés de « *private equity* ».

FIGURE 1 : NOMBRE DE TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS

(DU 1^{ER} JANVIER AU 18 AVRIL DE CHAQUE ANNÉE; 2002-2008*)



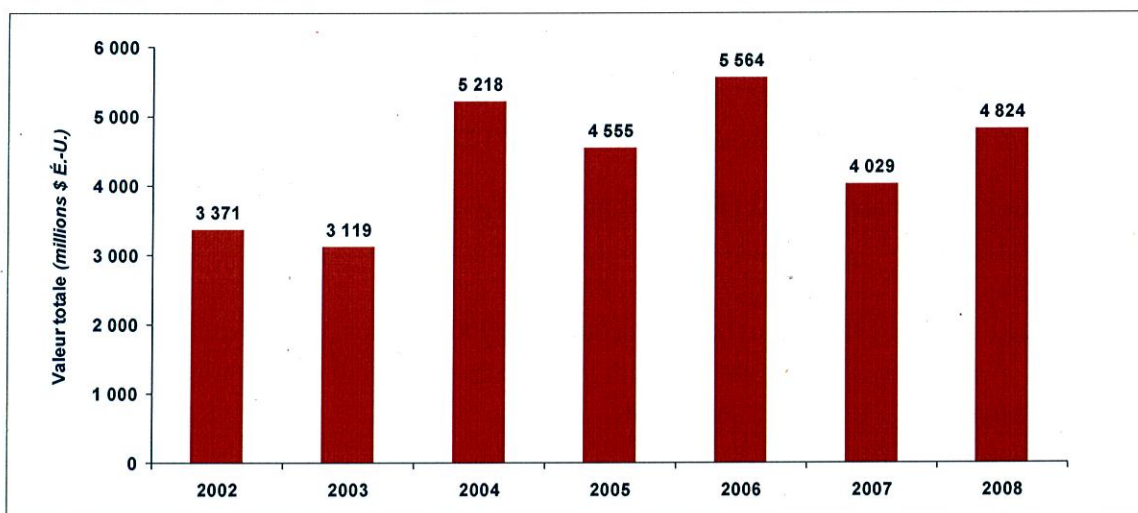
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 18/04 de chaque année et incluent les transactions en cours et complétées.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Par ailleurs, la valeur moyenne des transactions a augmenté de 6 % par an depuis 2002. La hausse a été particulièrement prononcée au milieu des années 2000 et s'est maintenue depuis à des niveaux élevés par rapport aux valeurs moyennes historiques.

FIGURE 2 : VALEUR MOYENNE DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS

(DU 1^{ER} JANVIER AU 18 AVRIL DE CHAQUE ANNÉE; 2002-2008*)

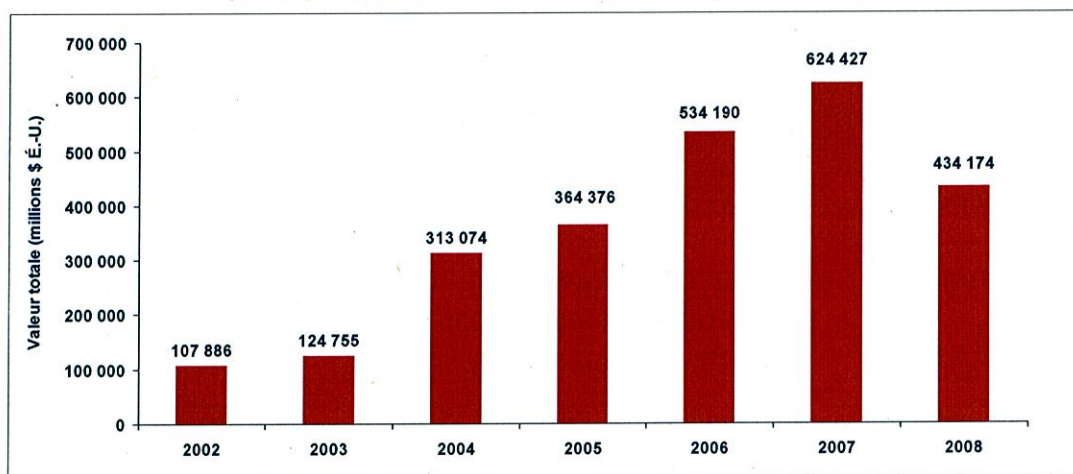


Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 18/04 de chaque année et incluent les transactions en cours et complétées.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Les fluctuations de la valeur totale des transactions sont quant à elles parfaitement cohérentes avec celles du nombre de transactions : la valeur des transactions a progressé de manière importante entre 2002 et 2007, puis est en baisse de 30 % en 2008 par rapport à 2007 (sur des périodes équivalentes).

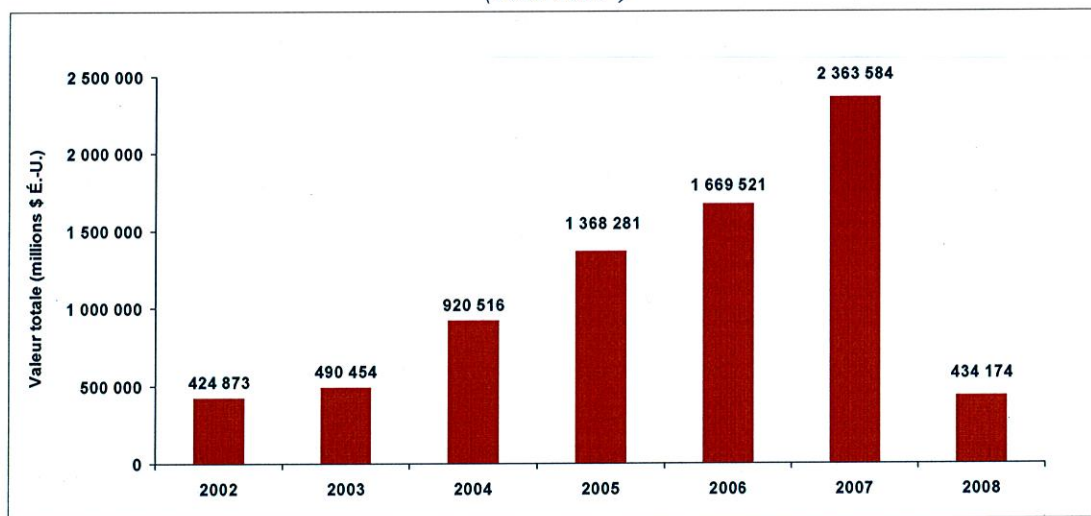
FIGURE 3.A : VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(DU 1^{ER} JANVIER AU 18 AVRIL DE CHAQUE ANNÉE; 2002-2008*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données de toutes les années vont jusqu'au 18/04 et incluent les transactions en cours et complétées.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 3.B : VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2002-2008*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données de 2008 vont jusqu'au 18/04/2008 et incluent les transactions en cours et complétées.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

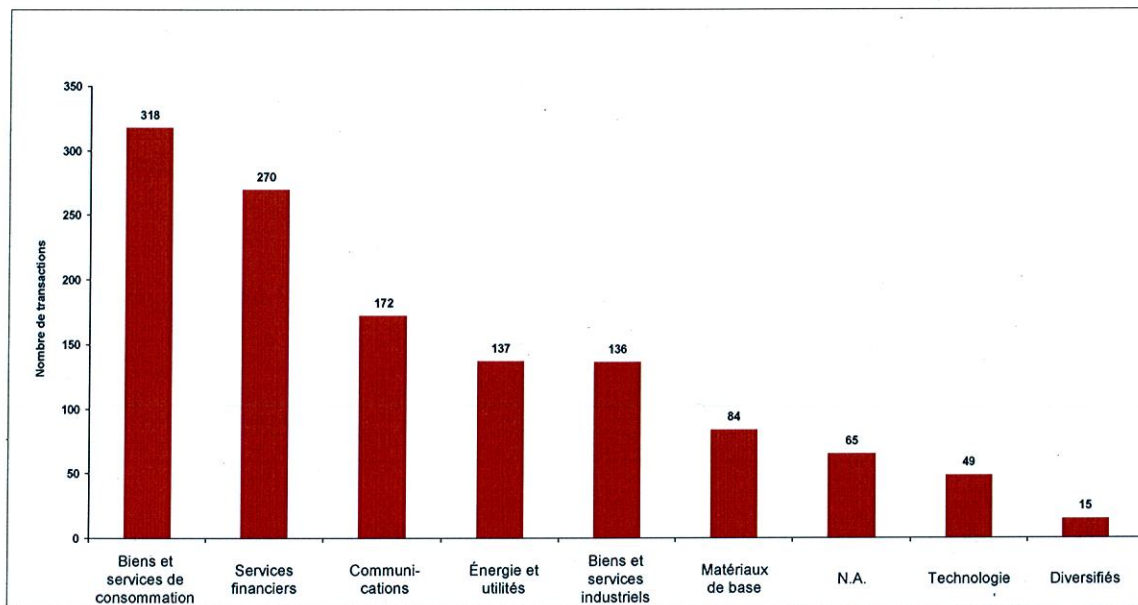
PHYSIONOMIE DES TRANSACTIONS

Afin de mieux comprendre les caractéristiques des transactions réalisées, nous allons désormais concentrer l'analyse sur la période 2005-2007, soit le sommet du récent cycle de fusions et acquisitions.

UNE GRANDE DIVERSITÉ SECTORIELLE

Entre 2005 et 2007, les entreprises de biens et services de consommation, représentait 26 % des transactions, suivi par les secteurs financier et des communications. Pour la définition des catégories utilisées par Bloomberg, voir l'annexe méthodologique en dernière page du rapport). Ces trois catégories représentaient 61 % des transactions mondiales dépassant un milliard de dollars³.

FIGURE 4 : NOMBRE DE TRANSACTIONS MONDIALES SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE \$1 Md É.-U. ET PLUS (2005-2007*)



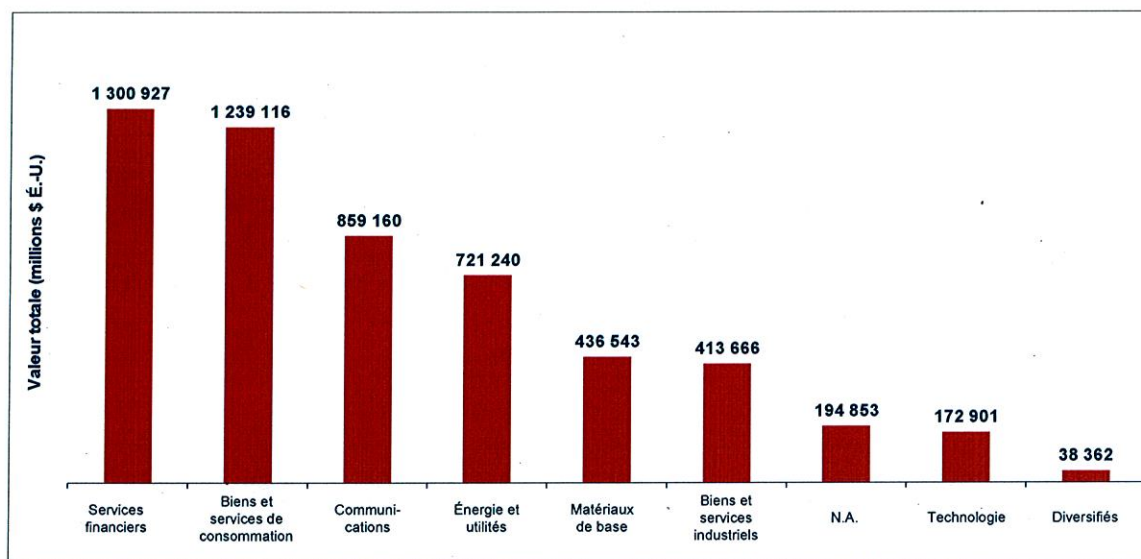
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Comme l'illustre la figure 5, les trois catégories les plus actives en nombre de transactions sur la période 2005-2007 restent les plus importants en valeur de transactions. Globalement, la valeur des transactions ciblant des entreprises des trois principaux secteurs (biens et services de consommation, services financiers et communications) totalise 63 % de la valeur totale. Par contre, on note que les services financiers occupe le premier rang en termes de la valeur totale des transactions ce qui s'explique par la valeur moyenne des transactions qui est plus élevée pour ce secteur.

³ Voir l'annexe méthodologique pour une définition des contours des secteurs analysés.

FIGURE 5 : VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS MONDIALES SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2005-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Il est intéressant de constater que la vague de transactions entre 2005 et 2007 concerne de nombreux secteurs, ce qui contraste avec le cycle précédent marqué essentiellement par la consolidation du secteur technologique. Récemment, les transactions ont été nombreuses dans les secteurs des mines, de l'énergie, de la finance, des médias, de la santé, des transports et de l'industrie manufacturière. En Amérique du Nord, la concurrence internationale a provoqué une concentration dans l'industrie du meuble, du plastique, des télécommunications, de l'assurance, des ressources naturelles, de la foresterie, du textile et du secteur manufacturier.

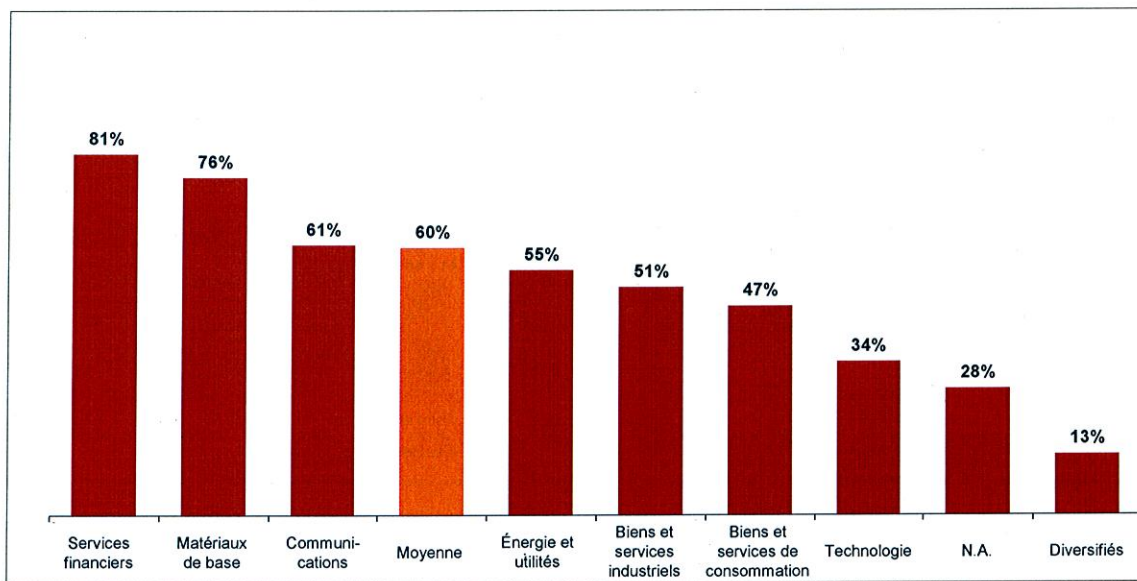
En 2008, les transactions dans le secteur de l'énergie sont appelées à augmenter fortement. Les grandes compagnies pétrolières ayant des difficultés à trouver de nouvelles réserves se tournent en effet vers des fusions/acquisitions. Cette tendance est provoquée notamment par la forte demande en provenance des économies émergentes, en particulier la Chine et l'Inde. Cette demande supporte également les transactions dans le domaine des mines et des matériaux de base.

UNE MAJORITÉ DE TRANSACTIONS INTRA-SECTEUR

La plupart des transactions qui ont eu lieu entre 2005 et 2007 au niveau international se sont faites au sein de la même industrie. En particulier, les transactions dans les secteurs des services financiers et des

matériaux de base sont généralement « stratégiques », avec comme acheteur une firme de la même industrie, confirmant ainsi la tendance à la consolidation de ces secteurs.

FIGURE 6 : POURCENTAGE DE TRANSACTIONS INTRA-SECTEUR DANS LA VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2005-2007*; % DE LA VALEUR TOTALE)



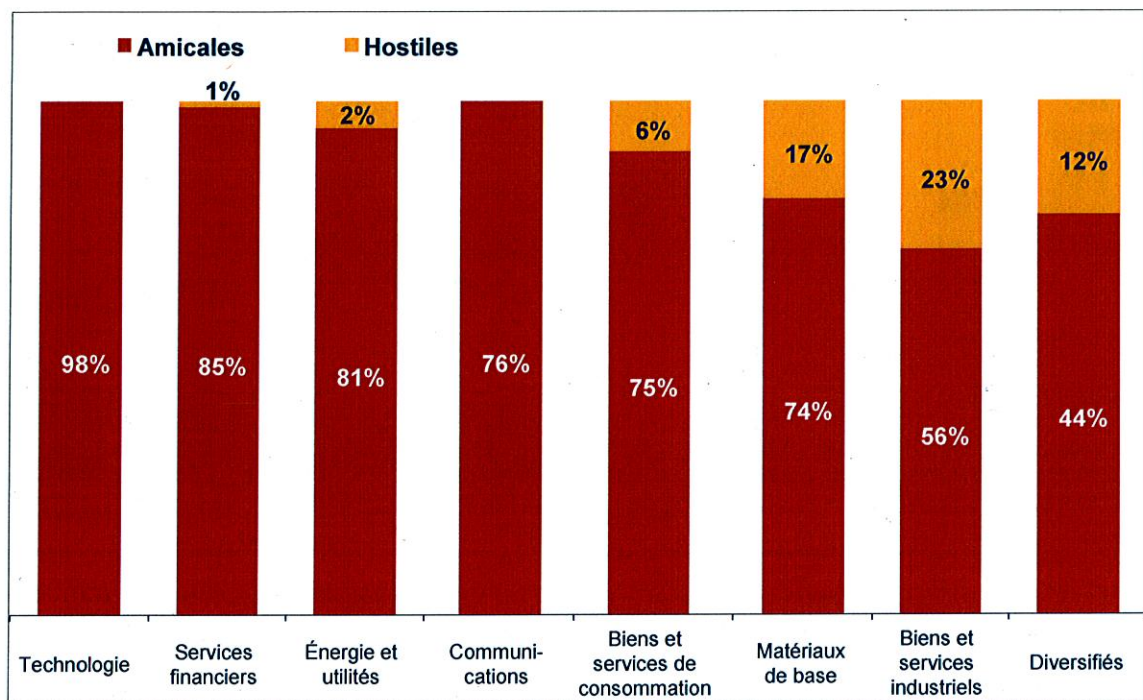
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

LES TRANSACTIONS HOSTILES RESTENT MARGINALES

Comme l'illustre la figure 7, la grande majorité des transactions reste amicale, tous secteurs confondus. Les conseils d'administration expriment donc leur accord vis-à-vis de nombreuses transactions. Certaines catégories sont cependant plus exposées aux transactions hostiles, soit la catégorie des biens et services industriels et la catégorie des matériaux de base.

FIGURE 7 : TYPOLOGIE DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2005-2007*, % DE LA VALEUR TOTALE)



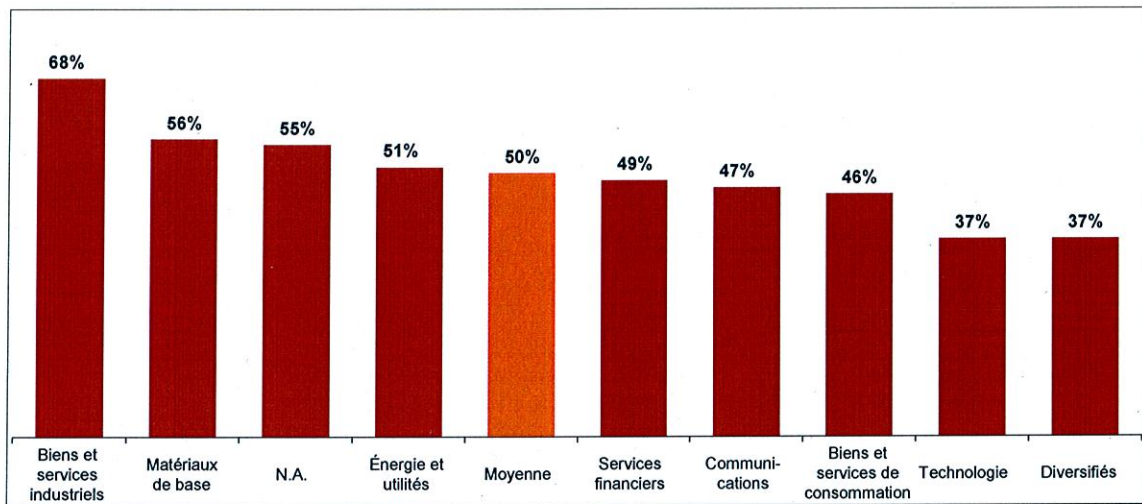
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007. Les transactions pour lesquelles l'information sur le type de transaction n'est pas disponible n'apparaissent pas sur le graphique. Le secteur N.A. a également été exclu car il n'était pas représentatif.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

LE POIDS MAJEUR DES TRANSACTIONS TRANSFRONTALIÈRES

Entre 2005 et 2007, la moitié de la valeur totale des transactions concernait des transactions transfrontalières, contre 29 % entre 2001 et 2004, et 28 % sur la période 1997-2000. Il est cependant important de noter que le phénomène n'est pas uniforme et influence certains secteurs plus que d'autres, comme le montre la figure 8.

**FIGURE 8 : POURCENTAGE DE TRANSACTIONS TRANSFRONTALIÈRES DANS LA VALEUR TOTALE
DES TRANSACTIONS MONDIALES - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2005-2007*; % DE LA VALEUR TOTALE)**



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

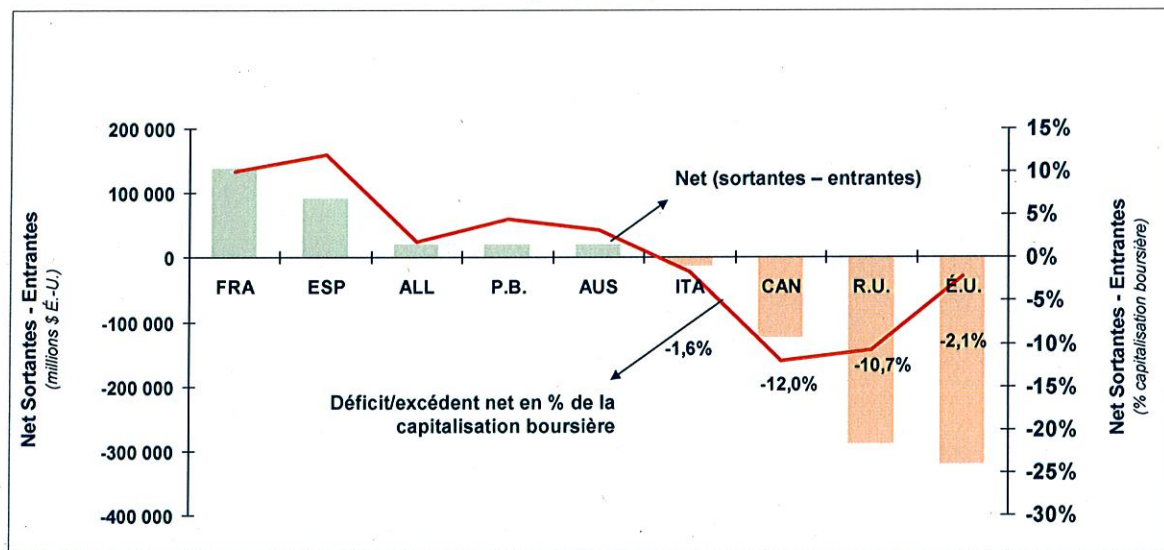
Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

DES PERFORMANCES CONTRASTÉES SELON LES PAYS

Entre 2000 et 2007, les États-Unis ont été le plus important vendeur net du monde, suivis du Royaume Uni et du Canada. Par contre, en valeur relative, mesurée par la proportion de sa capitalisation boursière, le Canada ressort comme le plus important vendeur net du monde, avec une perte de 12% de sa capitalisation boursière.

À l'opposé, plusieurs pays européens ont dégagé des excédents significatifs, tels que la France et l'Espagne. L'Australie, dont l'économie possède de nombreux points communs avec celle du Canada, a également dégagé un excédent net entre 2000 et 2007.

FIGURE 9 : VALEUR DES TRANSACTIONS COMPLÉTÉES
(2000-2007)



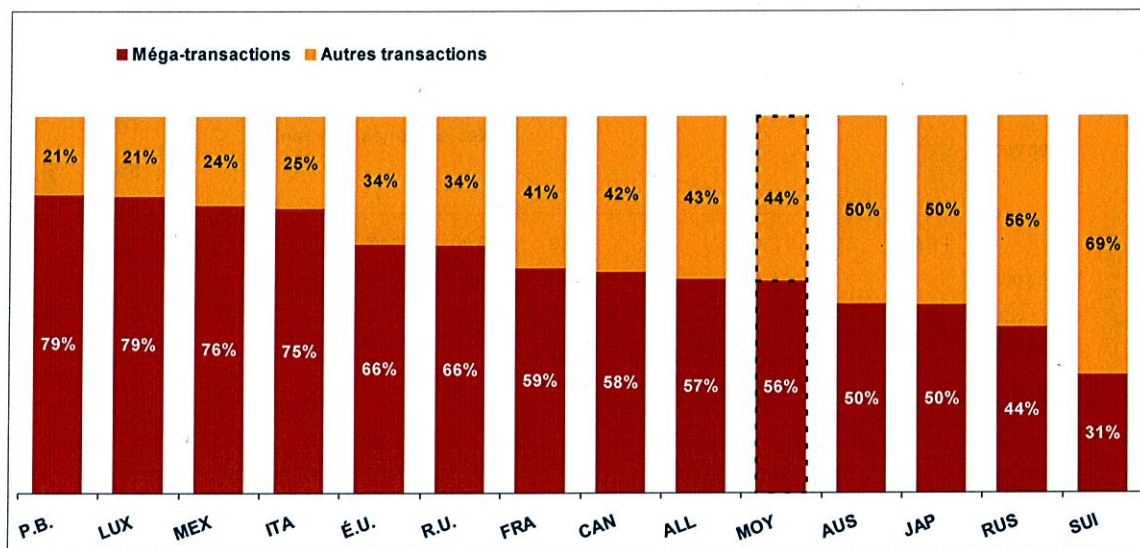
Sources : Bloomberg, Analyse SECOR, FMI Base de données des perspectives mondiales économiques (Avril 2007), World Federation of Exchanges (2006)

LA PART IMPORTANTE DE MÉGA-TRANSACTIONS

Enfin, entre 2005 et 2007, le nombre de méga-transactions (valeur supérieure à \$5 milliards É.-U.) a beaucoup augmenté, passant de 73 en 2005 à 108 en 2007. Pour quatre pays (Pays Bas, Luxembourg, Mexique et Italie), plus de 75 % de la valeur totale des transactions entrantes correspondent à des transactions de plus de \$5 milliards É.-U.

Le Canada se situe légèrement au-dessus de la moyenne, puisque 58 % des transactions visant des entreprises canadiennes ont une valeur supérieure à \$5 milliards É.-U.

FIGURE 10 : POURCENTAGE DE MÉGA-TRANSACTIONS (> \$5 Mds É.-U.) DANS LA VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS MONDIALES SELON LE PAYS DE L'ENTREPRISE CIBLE - \$1 Md É.-U. ET PLUS (TOP 13 DES PAYS SELON LA VALEUR DES TRANSACTIONS; 2005-2007*, % DE LA VALEUR TOTALE)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

CONCLUSIONS

Au niveau du marché du contrôle corporatif mondial, quatre grandes tendances se dégagent de l'analyse des transactions supérieures à un milliard de dollars américains :

- Tant en nombre qu'en valeur, on enregistre un recul des transactions en 2008 qui marque la fin d'un cycle de forte croissance des transactions de fusions/acquisitions;
- Trois catégories, telles que définies par Bloomberg, connaissent une forte activité de fusions/acquisitions : les biens et services de consommation, les services financiers et les communications. Par ailleurs, la catégorie technologie est en recul par rapport à la situation observée lors du cycle précédent;
- Les transactions sont en majorité intra-secteur, transfrontalières et, en valeur, dominées par les très grandes transactions; de plus, les transactions hostiles sont marginales;
- Les pays ne sortent pas tous gagnants sur le marché du contrôle corporatif et le Canada se classe parmi les principaux vendeurs nets.

DEUX ACTEURS IMPORTANTS

L'importante vague de transactions qui a marqué la période 2002-2007 a suscité un vif débat autour de deux acteurs dont l'importance a cru significativement depuis quelques années:

- Les sociétés de financement par capitaux propres (« *private equity* ») occupent une place importante sur le marché des fusions/acquisitions. En 2007, la valeur totale des transactions impliquant ces sociétés était proche de \$1 trillion É.-U. Au cours du dernier cycle, elles ont augmenté significativement leur présence sur le marché, avec un sommet en 2007 de 28% des transactions dans la première moitié de 2007.
- Les fonds souverains sont encore marginaux sur le marché des fusions/acquisitions, mais ils prennent rapidement de l'importance, alimentés entre autres (Abu Dhabi, Norvège) par l'explosion des revenus pétroliers. Toutefois le manque de transparence sur leurs ambitions et leurs stratégies suscite la controverse et la méfiance des gouvernements.

Par ailleurs, les fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») ont joué un rôle plus modeste sur le marché du contrôle corporatif. Ils prennent part aux transactions principalement comme « arbitrageurs », avec l'objectif de réaliser une plus value à très court terme dans des transactions annoncées. Cependant, leur impact vis-à-vis du contrôle corporatif a été plus limité jusqu'à présent.

UNE « NOUVELLE DONNE » POUR LES SOCIÉTÉS DE FINANCEMENT PAR CAPITALS PROPRES

La croissance de l'implication des sociétés de financement par capitaux propres de 2002 à 2007 a été soutenue par une abondance de fonds propres disponibles et par un accès à l'emprunt facile et peu coûteux. À l'aube d'une nouvelle phase du cycle, trois phénomènes poussent ces entreprises à s'adapter:

- Les banques sont plus prudentes dans l'émission de dette, particulièrement face aux méga-transactions, et les taux à long terme sont plus élevés;
- Le ministère de la Justice américain surveille étroitement toute velléité de collusion entre plusieurs sociétés de financement par capitaux propres qui voudraient former un groupe d'achat quasi-exclusif;
- Les profits des entreprises sont en décroissance, limitant les dividendes que les sociétés de financement par capitaux propres peuvent extraire des entreprises acquises.

Dès lors, on constate deux tendances majeures :

D'une part, la manière d'investir des sociétés de financement par capitaux propres évolue. On assiste à un retour à des transactions plus stratégiques consistant à consolider des secteurs fragmentés dans le but de créer des groupes plus performants. Les sociétés de financement par capitaux propres se tournent alors vers l'achat d'entreprises plus petites (exigeant donc un emprunt plus faible) qu'elles fusionnent avec les firmes déjà en leur possession. Les groupes britanniques Tragus (restauration) et Merlin Entertainment,

deux entreprises privées du groupe américain Blackstone, ont ainsi récemment acheté respectivement la chaîne de restaurants italienne Strada pour £140 millions et les musées de cire Madame Tussauds pour £1 milliard. Les sociétés de financement par capitaux propres changent donc de stratégie et abandonnent, au moins temporairement, la technique consistant à acheter par emprunt de grands groupes pour les revendre, à profit, en plus petites entités.

D'autre part, d'autres investisseurs moins tributaires des conditions de crédit se substituent aux sociétés de financement par capitaux propres pour les méga-transactions. Les fonds souverains pourraient ainsi prendre le relais à court terme, avant un retour à la croissance des sociétés de financement par capitaux propres, qui conservent un rôle majeur.

L'influence des sociétés de financement par capitaux devrait cependant se poursuivre dans le futur, particulièrement lorsque les conditions du marché bancaire s'assoupliront.

UNE AUBAINE POUR DES FONDS SOUVERAINS PLUS AVENTUREUX ?

Les fonds d'État ou fonds souverains sont en voie de percer en tant qu'acteurs majeurs sur le marché. Ils tirent leurs fonds propres principalement de redevances pétrolières et des produits de l'exportation. Dans la foulée de la crise de liquidités du secteur financier américain, ils ont investi plus de \$30 milliards É.-U. dans ce secteur (Citigroup, UBS, Morgan Stanley, Merrill Lynch), relançant le débat sur la place grandissante qu'ils occupent sur le marché mondial des investissements étrangers. Bien que les plus vieux fonds souverains remontent aux années 1950, ce n'est que depuis quelques années qu'ils ont manifesté une volonté de devenir des acteurs majeurs hors frontières.

Les fonds souverains, notamment en Chine, ont aussi investi massivement dans les bons du trésor américains. Or, le ralentissement de la croissance américaine et la chute du dollar ont entraîné une baisse significative de la valeur de ces actifs, renforçant ainsi leur volonté de se départir de ces titres.

L'influence des fonds souverains sur le marché du contrôle corporatif vient donc de leur volonté d'investir de manière plus agressive dans des placements moins « passifs ».

Les plus importants fonds se trouvent dans les principaux pays producteurs de pétrole tels que les Émirats Arabes Unis (\$875 milliards É.-U.⁴), la Norvège (\$300 milliards É.-U.¹), ou le Koweït (\$70 milliards É.-U.¹) ainsi que dans des grands pays exportateurs mondiaux comme Singapour (\$430 milliards É.-U.¹) ou la Chine (\$200 milliards É.-U.⁵). Avec environ \$2,9 trillions É.-U. à investir, les fonds souverains représentent 2 % du total des valeurs mobilières mondiales, dépassant ainsi les liquidités détenues par les fonds spéculatifs et les sociétés de financement par capitaux propres. Historiquement, les investissements des fonds souverains dans les valeurs mobilières se sont limités à des participations très minoritaires et ces fonds ont peu exercé d'effet sur le contrôle corporatif des entreprises. Le Fonds monétaire international estime qu'ils représenteront \$10 trillions d'ici 2012 et \$12 trillions d'ici 2015, mais ne prévoit pas que leur part des valeurs mobilières mondiales dépasse 3 %.

⁴ Les chiffres datent de juin 2007.

⁵ Les chiffres datent de février 2008.

Plus récemment, les fonds souverains ont cherché à investir dans des secteurs stratégiques pour leur pays d'origine. Logiquement, les ressources naturelles et la technologie sont des cibles de choix. Au-delà du retour sur leurs investissements, certains fonds souverains visent aussi l'accès aux ressources et la sécurisation de l'offre. Par exemple, la Chine investit par le biais de fonds souverains dans des entreprises du secteur pétrolier et des matières premières (deux domaines dans lesquels sa demande est forte). Le fonds souverain China National Offshore Oil Corporation a ainsi récemment tenté, en vain, d'acheter Unocal, une compagnie pétrolière américaine. Le rachat de Rio Tinto Alcan par un consortium d'aciéristes chinois mené par Baosteel a également été évoqué.

Les pays producteurs de pétrole cherchent quant à eux à diversifier leur économie et à accroître leur accès à la technologie et au savoir-faire. Par exemple, le fonds souverain Abu Dhabi National Energy Co. (également connu sous le nom de Taqa) a acheté l'entreprise canadienne PrimeWest Energy Trust pour \$5 milliards É.-U. et désire investir \$20 milliards É.-U. supplémentaires d'ici 2012 dans le secteur canadien des ressources.

Les fonds souverains soulèvent par contre des préoccupations accrues depuis quelques années. Alors que les entreprises privées et les investisseurs institutionnels basent leurs décisions d'investissement sur une logique de profit, les intentions réelles des fonds souverains sont souvent floues. Hormis les fonds norvégiens, ils ne dévoilent ni leurs motivations ni leurs stratégies, créant un sentiment de méfiance au sein des gouvernements occidentaux. D'ailleurs, sur demande du gouvernement américain, le FMI a récemment ébauché un code de conduite des fonds souverains, plaidant en faveur d'une plus grande transparence ; cette initiative a été massivement rejetée par les fonds souverains estimant baser leurs décisions d'investissement uniquement sur des critères économiques.

En tant que bras financier des États, les fonds souverains pourraient avoir des intérêts dépassant la sphère purement économique comme la volonté d'influencer les règles de la concurrence, de protéger l'émergence de champions nationaux, d'accéder à de nouveaux marchés ou de nouvelles idées voire de jouer un réel rôle géopolitique. Leur manque de transparence est d'ailleurs renforcé par le fait qu'ils sont peu imputables vis-à-vis des régulateurs, des électeurs ou des actionnaires et qu'ils investissent régulièrement par le biais de tierces parties comme les fonds spéculatifs.

Plusieurs gouvernements ont pris conscience des inquiétudes du grand public et de la communauté économique et politique à l'égard des fonds souverains. Le gouvernement canadien a ainsi récemment affirmé sa volonté de s'assurer que les transactions internationales se fassent pour des motifs commerciaux et non politiques. Aux États-Unis, outre leur opposition à l'acquisition d'Unocal, les autorités américaines ont bloqué l'acquisition des infrastructures portuaires P&O par DP World, un fonds souverain de Dubaï.

Cependant, il est important de noter que l'instauration de mesures trop protectionnistes pourrait priver les pays occidentaux d'investissements majeurs et d'un possible accès élargi aux marchés émergents.

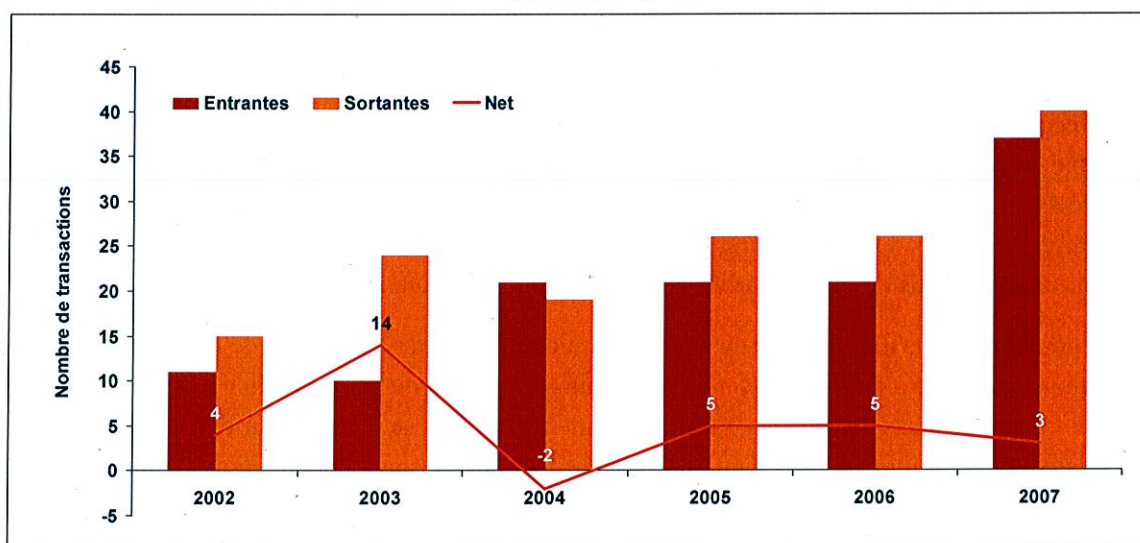
2. LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF AU QUÉBEC

Cette section a pour objectif d'analyser les tendances propres au contexte québécois en matière de fusions/acquisitions et de contrôle corporatif. Il est important de noter qu'elle est également basée sur les données obtenues à partir de la base de données Bloomberg ; il s'agit donc uniquement des transactions supérieures à 1 millions \$É.-U., impliquant au moins une société publique. Toutes les données sont par ailleurs exprimées en dollars américains; nous reviendrons toutefois à quelques occasions sur l'impact de l'évolution du taux de change sur la performance du Québec.

TENDANCES GÉNÉRALES

En nombre de transactions, le Québec a enregistré une évolution similaire à la tendance mondiale. Le nombre de transactions s'est ainsi accru sur la période 2002-2007 pour atteindre un sommet en 2007. La croissance observée au Québec sur cette période est toutefois moins forte que dans le reste du monde. Par ailleurs, sur cette période, on enregistre au Québec 150 transactions sortantes et 121 transactions entrantes, soit un solde positif de 29 transactions. La figure 11 montre que depuis 2002, le Québec a acheté plus d'entreprises qu'il n'en a vendu, sauf en 2004.

FIGURE 11 : NOMBRE DE TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)

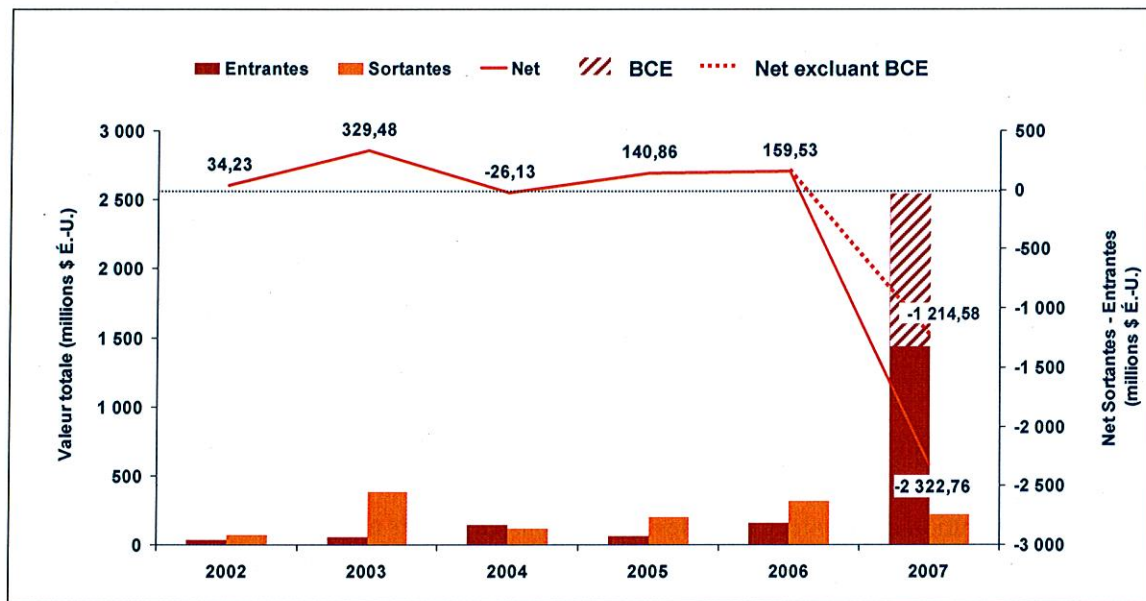


*Note : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.*

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR.

La valeur totale des entreprises achetées a dépassé celle des entreprises vendues pour 4 des 6 dernières années. La tendance est identique pour la valeur moyenne des transactions : les transactions sortantes ont atteint une valeur moyenne supérieure aux transactions entrantes pour 4 des 6 dernières années. Les deux années où le Québec a affiché un déficit (tant en valeur totale qu'en valeur moyenne des transactions) sont 2004 et 2007. À noter que le solde de l'année 2007 est indiqué avec et sans BCE étant donné la nature particulière de cette transaction majeure, notamment sur le plan de la localisation du contrôle.

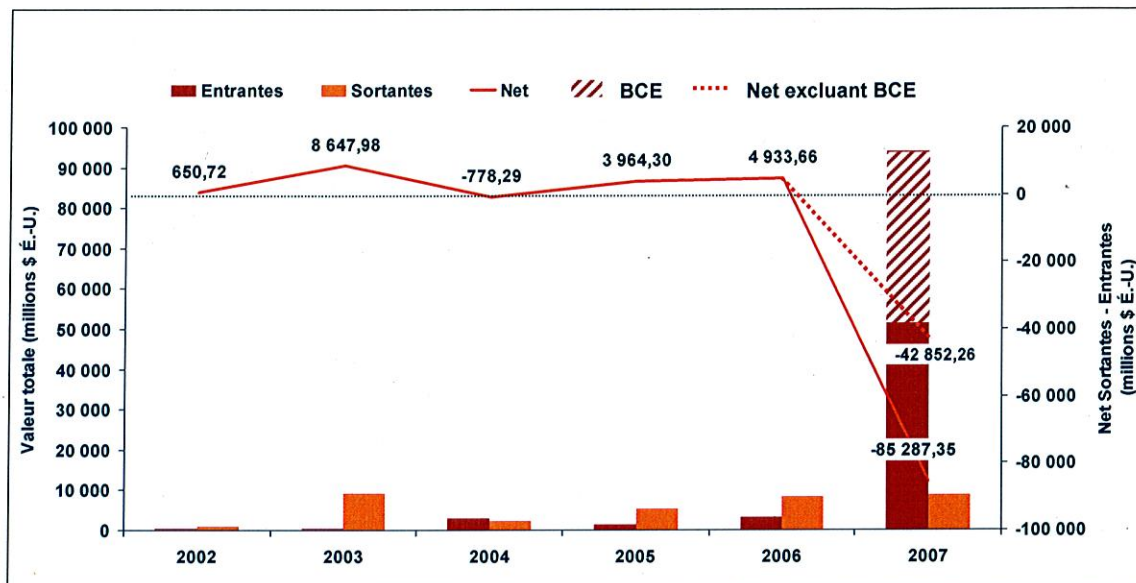
FIGURE 12 : VALEUR MOYENNE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 13.A : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)

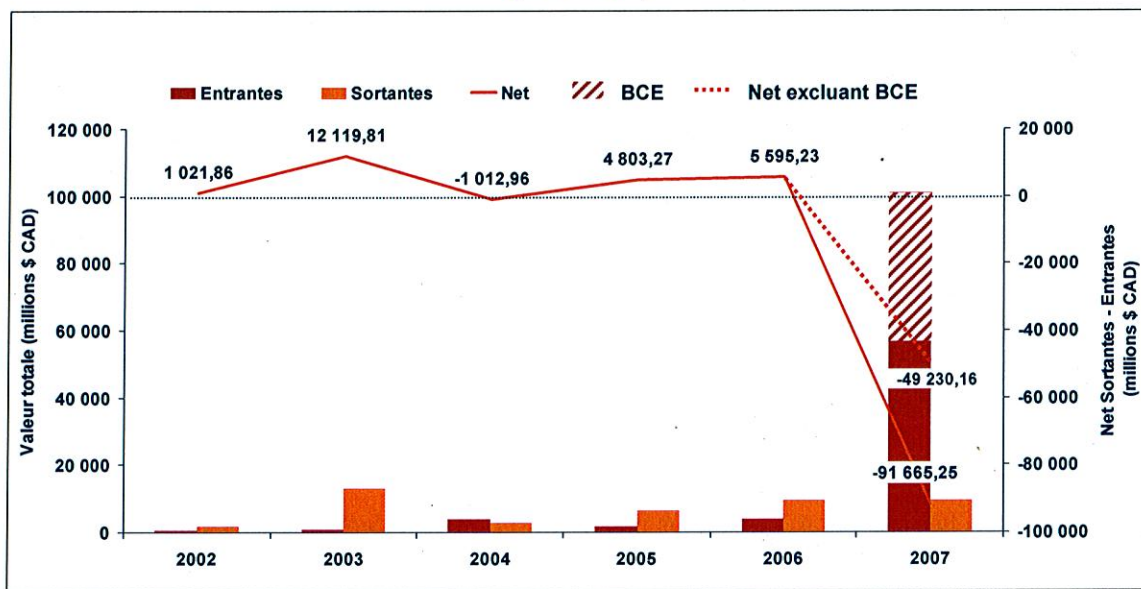


Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

En analysant l'évolution de la valeur nette des transactions en dollars canadiens, on constate que la tendance est comparable, comme l'illustre la figure 13.b. Cependant, la faiblesse du dollar canadien par rapport à la devise américaine entre 2002 et 2005 accentue le surplus dégagé par le Québec sur cette période. Par contre, l'appréciation du huard depuis 2006 réduit l'importance du déficit enregistré au cours de l'année 2007. La situation est donc plus favorable au Québec si l'on considère l'évolution de la valeur des transactions en dollars canadiens.

**FIGURE 13.B : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS EN \$ CANADIENS AU QUÉBEC
\$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)**



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Banque du Canada (moyenne annuelle du taux de change), Analyse SECOR

Le déficit de 2004 est modéré en valeur, et s'explique notamment par les acquisitions de Dollarama et Microcell Télécommunications. À l'inverse, le déficit de 2007 est très important. Par contre, à elles seules, les transactions BCE et Alcan représentent la totalité du déficit. Ces deux transactions équivalent ainsi à un déficit 5 fois plus important que l'excédent dégagé entre 2002 et 2006.

LA PERFORMANCE DU QUÉBEC COMPARÉE À L'ONTARIO ET AU CANADA

COMPARAISON AVEC L'ONTARIO

En nombre de transactions, le Québec et l'Ontario ont des profils très similaires (voir tableau page suivante). En valeur, l'Ontario se distingue toutefois de façon significative du Québec principalement à cause de quelques très grandes transactions. Alors que le Québec dégage un déficit net de \$67,9 milliards É.-U., l'Ontario est en excédent de \$53,7 milliards É.-U. Dans le cas du Québec, le déficit est principalement imputable aux rachats d'Alcan et de BCE en 2007.

Si l'on exclut les transactions de plus de \$5 milliards É.-U. (et les transactions reliées, telles les acquisitions non québécoises d'une entreprise québécoise qui sera ultimement vendues à des non-québécois, comme Pechiney dans le cadre d'Alcan), l'Ontario révèle toutefois un déficit de \$13,7 milliards É.-U. alors que celui du Québec n'est que de \$707 millions É.-U.

L'écart entre le Québec et l'Ontario est moins important si l'on considère uniquement les transactions n'excédant pas un milliard de dollar. Les deux provinces sont alors toutes deux des acheteurs nets, même si la performance de l'Ontario dépasse celle du Québec.

Pour les très grandes transactions, la performance de l'Ontario est meilleure. Ainsi, la transaction BCE explique en partie le surplus de l'Ontario, puisqu'elle compense largement les acquisitions de Falconbridge et d'Inco en 2006 et de Lionore Mining International en 2007. Le contrôle d'autres entreprises ontariennes majeures a changé de main au cours des cinq dernières années : Dofasco a été achetée par Arcelor et ATI Technologies par Advanced Micro Devices. En contrepartie, l'Ontario a enregistré plusieurs transactions sortantes majeures notamment dans les services financiers avec l'acquisition de Commerce Bancorp par la Banque Toronto Dominion en 2007 et celle de John Hancock Financial Services par Manulife Financial en 2003. Outre l'acquisition de BCE, le secteur des communications a également vu la fusion récente entre Thomson et Reuters. Enfin, dans le domaine des matériaux de base, Goldcorp a acheté Glamis Gold en 2006 et Barrick Gold a acheté Placer Dome en 2005.

COMPARAISON AVEC LE CANADA

En nombre de transactions, le Québec a un profil similaire au reste du Canada. En valeur, la province suit la même tendance que le reste du pays si l'on exclut les transactions de plus de \$5 milliards É.-U.; le Québec comme le Canada sont dans ce cas proche de l'équilibre.

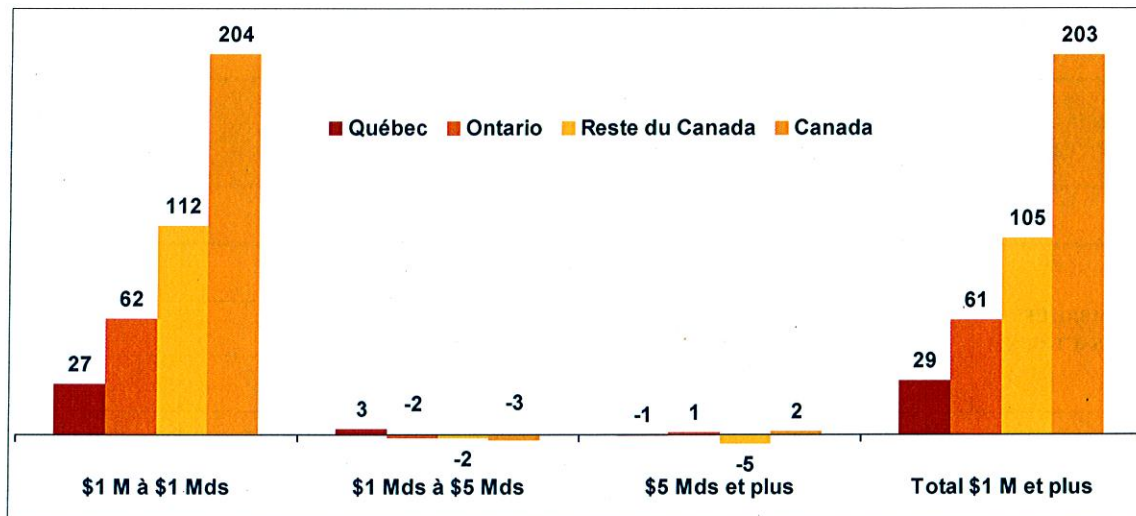
Si l'on inclut les transactions de \$5 milliards É.-U. et plus, le Québec révèle alors un déficit nettement plus important que le reste du Canada. Là encore, le Québec se démarque uniquement en raison de deux très grandes transactions, en l'occurrence BCE et Alcan.

FIGURE 14 : COMPARAISON QUÉBEC, ONTARIO ET CANADA - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)

TRANSACTIONS IMPLIQUANT DES ENTREPRISES PUBLIQUES		\$1 M À \$1 Md	\$1 Md À \$5 Mds	\$5 Mds ET PLUS	TOTAL \$1 M ET PLUS
QUÉBEC					
NOMBRE DE TRANSACTIONS	ENTRANTES	117	2	2	121
	SORTANTES	144	5	1	150
	NET	27	3	-1	29
VALEUR DES TRANSACTIONS	SORTANTES	\$14 656 M	\$13 695 M	\$6 229 M	\$102 449 M
	NET	\$32 M	\$11 238 M	-\$79 140 M	-\$ 67 869 M
ONTARIO					
NOMBRE DE TRANSACTIONS	ENTRANTES	321	18	5	344
	SORTANTES	383	16	6	405
	NET	62	-2	1	61
VALEUR DES TRANSACTIONS	SORTANTES	\$36 077 M	\$37 413 M	\$98 564 M	\$172 053 M
	NET	\$10 003 M	-\$4 410 M	\$48 078 M	\$53 671 M
RESTE DU CANADA⁶					
NOMBRE DE TRANSACTIONS	ENTRANTES	398	18	5	421
	SORTANTES	510	16	0	526
	NET	112	-2	-5	105
VALEUR DES TRANSACTIONS	SORTANTES	\$25 719 M	\$38 957 M	\$0	\$64 676 M
	NET	-\$8 549 M	-\$6 M	-\$38 102 M	-\$46 657 M
CANADA					
NOMBRE DE TRANSACTIONS	ENTRANTES	490	31	9	530
	SORTANTES	694	28	11	733
	NET	204	-3	2	203
VALEUR DES TRANSACTIONS	SORTANTES	\$54 813 M	\$67 934 M	\$112 833 M	\$235 580 M
	NET	\$3 259 M	-\$1 015 M	-\$4 M	-\$2 240 M

⁶ Alberta, Colombie Britannique, Saskatchewan, Manitoba, Nouveau Brunswick, Terre-Neuve-et-Labrador, Nouvelle Écosse, Territoires du Nord Ouest, Yukon, Ile du Prince Édouard

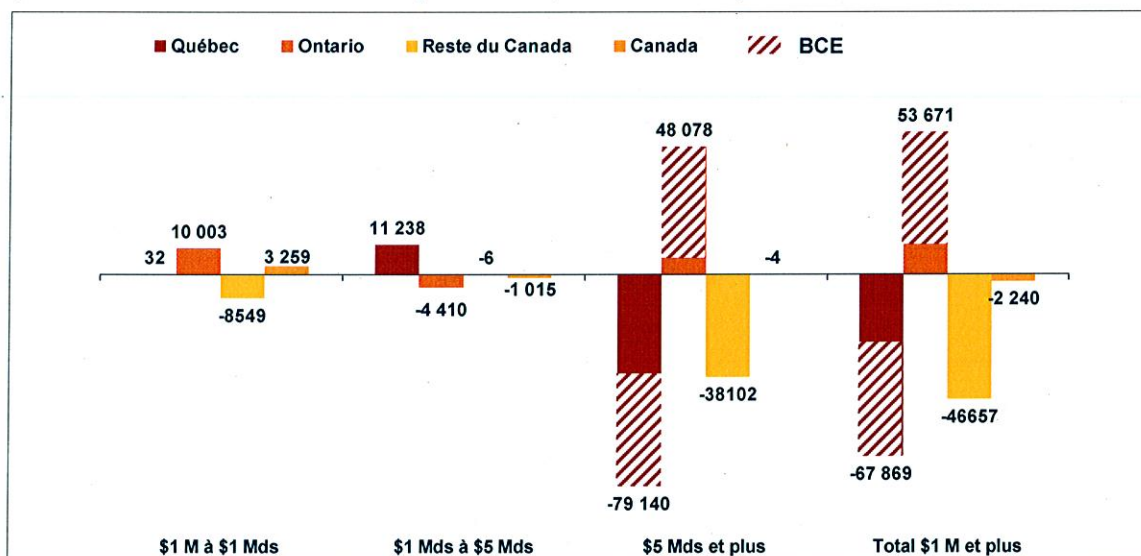
FIGURE 15 : NOMBRE DE TRANSACTIONS (NET) PAR INTERVALLE DE TAILLE AU QUÉBEC, EN ONTARIO ET AU CANADA - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 16 : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS PAR INTERVALLE DE TAILLE AU QUÉBEC, EN ONTARIO ET AU CANADA - \$1 M É.-U. ET PLUS
(2002-2007*, \$ MILLIONS É.-U.)

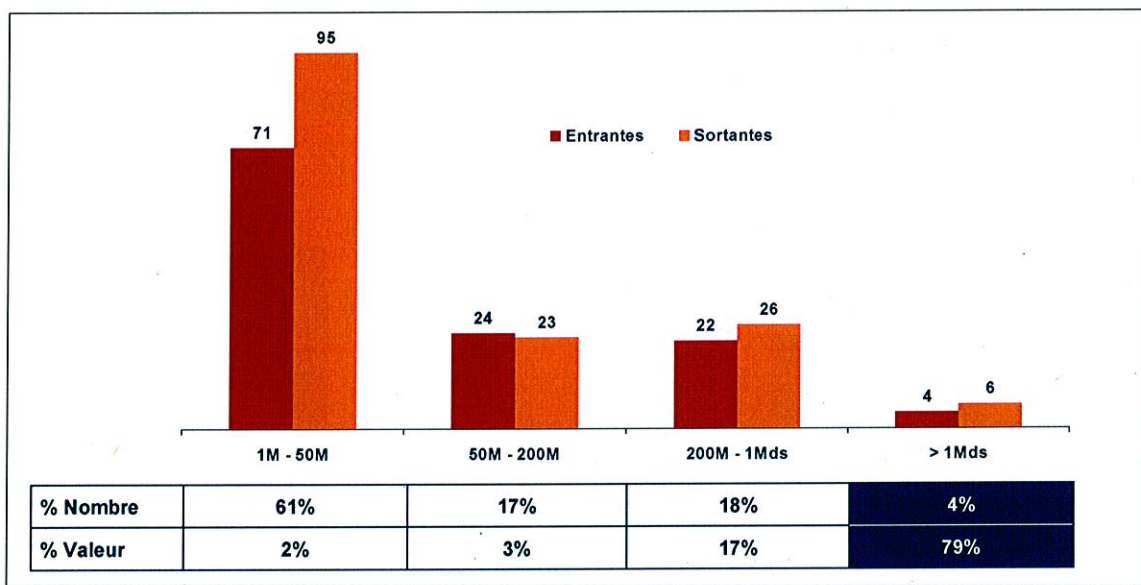


Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Pour isoler l'impact des transactions exceptionnelles, nous avons classifié les différentes transactions en quatre catégories : petites (de \$1 à 50 millions \$.-U.), moyennes (\$50 à 200 millions \$.-U.), grandes (\$200 à 1 000 millions \$.-U.) et très grandes (plus de \$1 milliard \$.-U.). La figure 17 illustre à quel point un nombre restreint de très grandes transactions structure le portrait global. Afin de mieux rendre compte de la réalité que vit la majorité des entreprises québécoises, nous avons analysé ces très grandes transactions à part. La section suivante sera donc exclusivement consacrée aux transactions n'excédant pas un milliard de dollars.

**FIGURE 17 : NOMBRE DE TRANSACTIONS PAR INTERVALLE DE TAILLE AU QUÉBEC
\$1 M \$.-U. ET PLUS
(2002-2007*)**



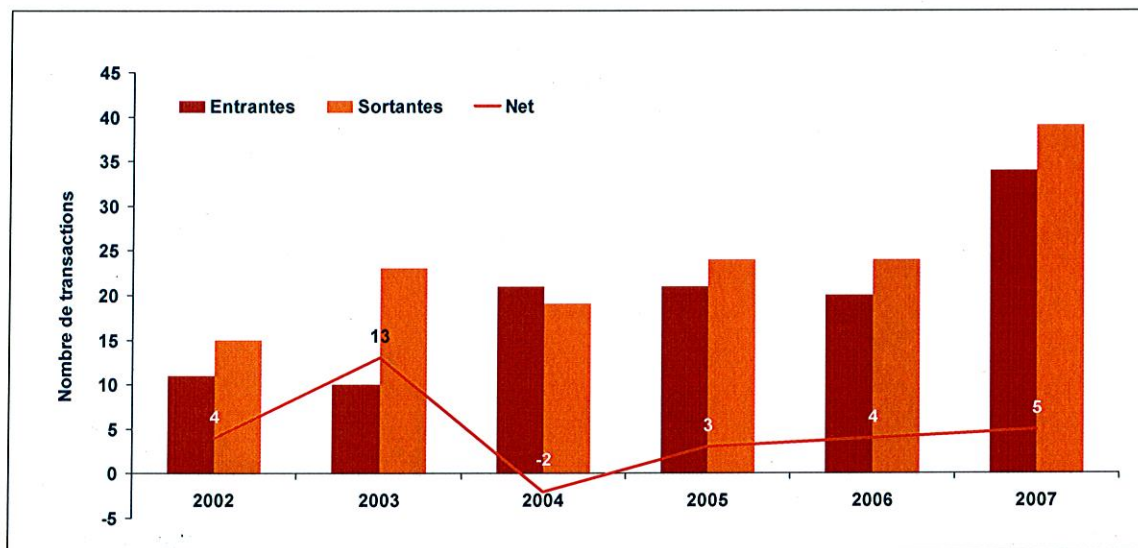
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million \$.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FOCUS SUR LES TRANSACTIONS NE DÉPASSANT PAS UN MILLIARD DE DOLLARS

L'analyse est ici recentrée sur les transactions ne dépassant pas un milliard de dollars. Puisque très peu de transactions dépassent ce niveau, la tendance indiquée précédemment en nombre de transactions reste la même: le Québec est globalement un acheteur net sur la période 2002-2007. En moyenne, le Québec achète cinq entreprises de plus qu'il n'en vend tous les ans.

FIGURE 18 : NOMBRE DE TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)

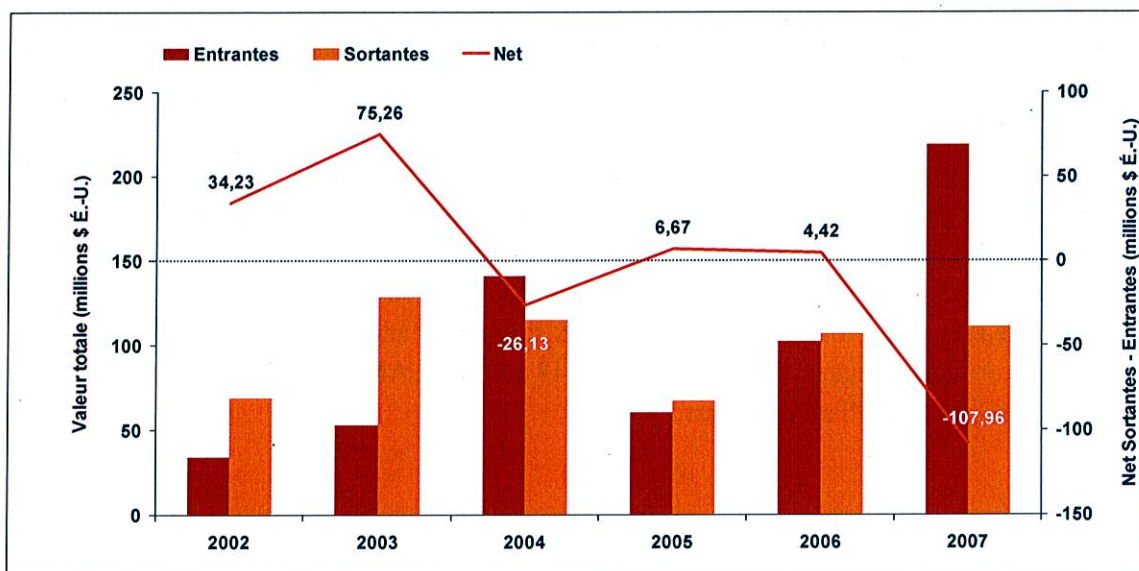


Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

La valeur moyenne des transactions entrantes a augmenté en moyenne de 45 % par an entre 2002 et 2007, tandis que la valeur des transactions sortantes n'a progressé que de 10 %. Alors que la situation était nettement à l'avantage du Québec en 2002 et 2003, elle s'est ainsi dégradée depuis 2004 pour aboutir en 2007 à une situation où les transactions entrantes sont en moyenne deux fois plus élevées que les transactions sortantes (il est important de noter que cette tendance exclut l'impact des transactions de plus d'un milliard de dollars telles que BCE ou Alcan). Si l'on corrige pour la dépréciation du dollar américain sur la période (voir figure 19.b), on remarque que l'écart entre la valeur moyenne des transactions sortantes et celle des transactions entrantes est beaucoup plus marqué quand le huard était faible, soit en 2002 et 2003. En revanche, la dépréciation du dollar américain en 2007 fait en sorte que l'écart négatif entre les moyennes est plus faible, relativement aux années antérieures.

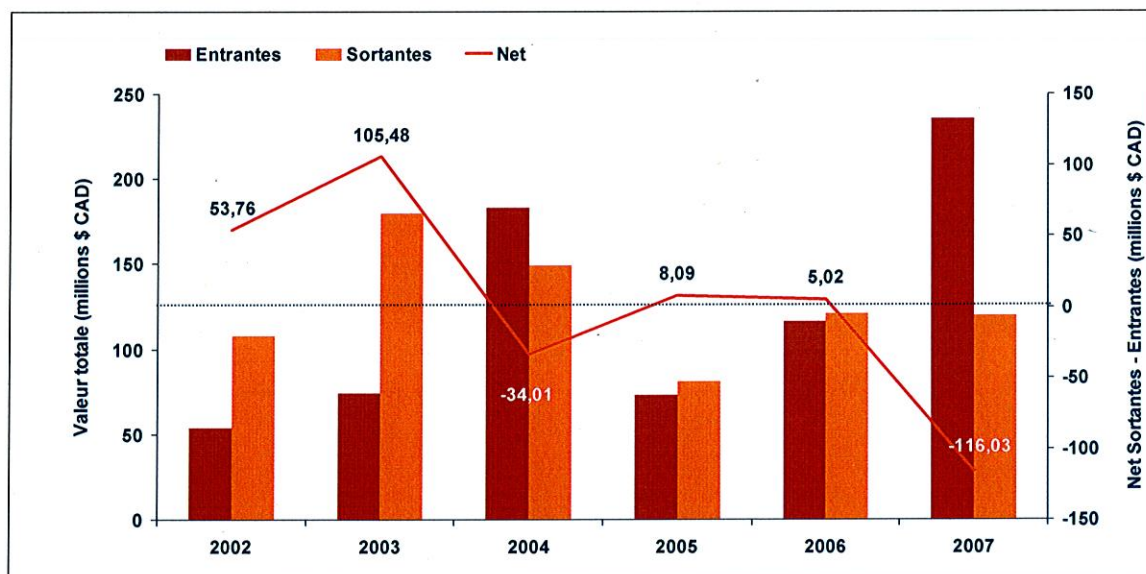
FIGURE 19.A : VALEUR MOYENNE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 19.B : VALEUR MOYENNE DES TRANSACTIONS EN \$ CANADIENS AU QUÉBEC
\$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



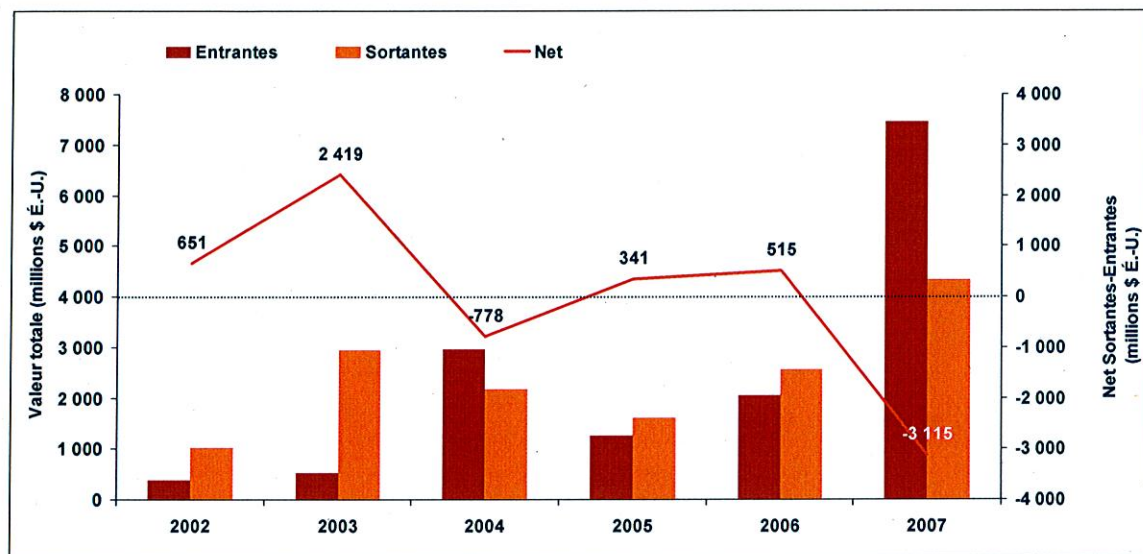
Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 million É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Banque du Canada (moyenne annuelle du taux de change), Analyse SECOR

La figure 20.a illustre finalement l'évolution de la valeur nette des transactions. Logiquement, cette évolution est parfaitement cohérente avec celle de la valeur moyenne des transactions: entre 2002 et 2007, le Québec est passé d'une situation de net excédent à une situation de net déficit. Il est important de noter que cette évolution est en grande partie due à l'année 2007. Il reste donc à confirmer sur un horizon de temps supérieur si 2007 était une année exceptionnelle ou le signe d'une nouvelle tendance. Par ailleurs, en dépit de cette tendance, le Québec affiche un léger excédent pour la période 2002-2007: les transactions sortantes ont représenté \$32,2 millions É.-U. de plus que les transactions entrantes.

L'évolution du taux de change dans le temps influence également la tendance comme le montre la figure 20.b. L'excédent net dégagé par le Québec en 2002 et 2003 est renforcé si l'on considère la valeur des transactions en dollars canadiens. En revanche, à cause de la force de la devise canadienne en 2007, le déficit enregistré est moins prononcé, relativement aux surplus des années antérieures. Entre 2002 et 2007, le Québec a ainsi dégagé un surplus net de \$1 048 millions CAN pour les transactions dont la valeur ne dépasse pas un milliard de dollars.

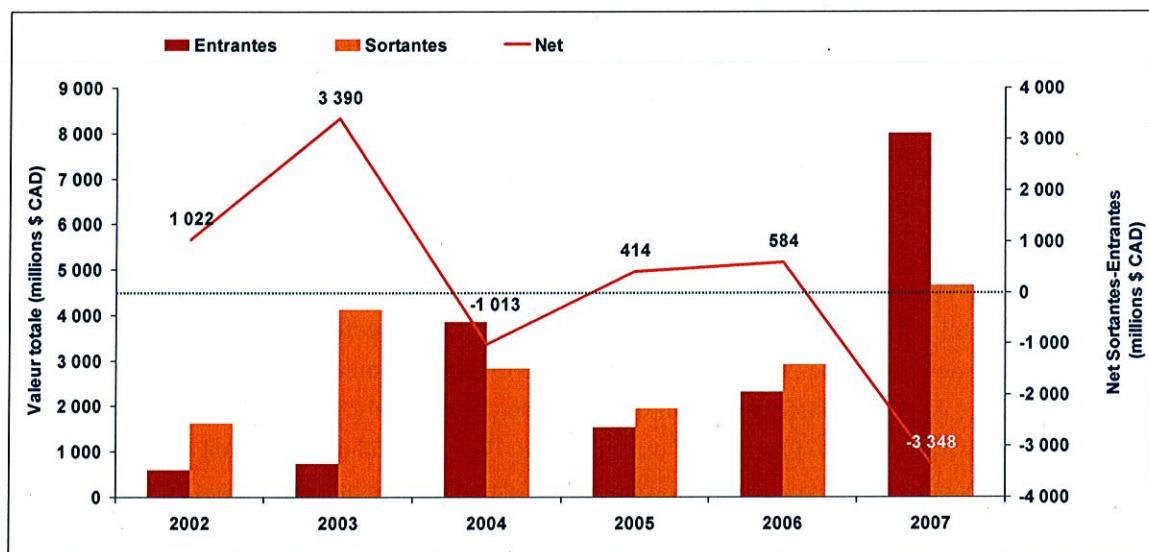
FIGURE 20.A : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 20.B : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS EN \$ CANADIENS AU QUÉBEC
\$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



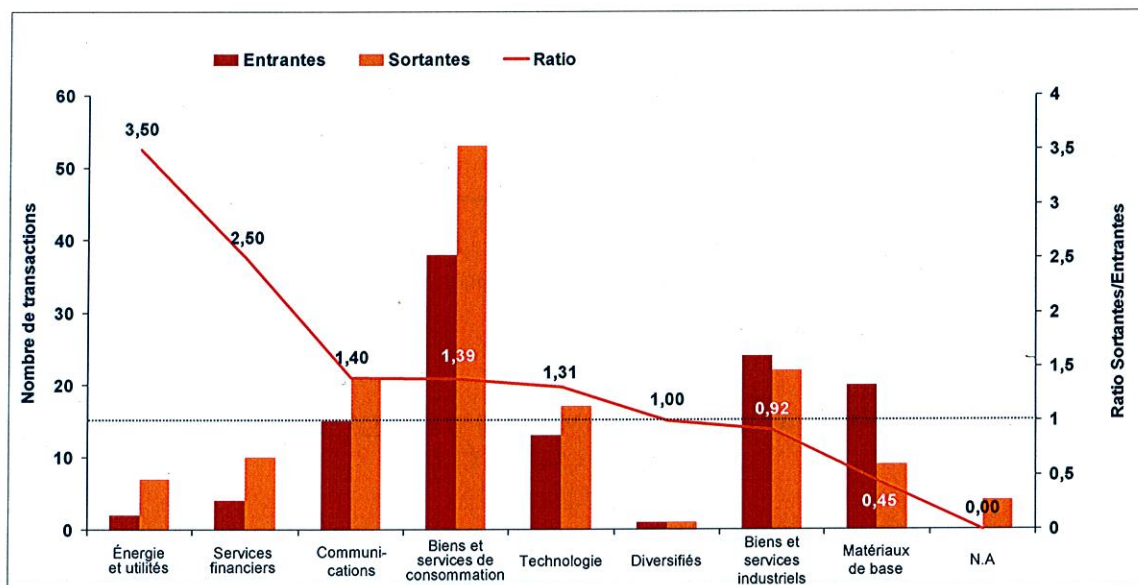
Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Banque du Canada (moyenne annuelle du taux de change), Analyse SECOR

TENDANCES SECTORIELLES

La figure 21 illustre l'évolution du nombre de transactions entrantes et sortantes par secteur. Il ressort qu'en nombre de transactions, le Québec est nettement excédentaire dans tous les secteurs sauf le secteur industriel, près de l'équilibre, et celui des matériaux de base qui affiche un fort déficit (les entreprises pour lesquelles le secteur n'est pas référencé (NA) ne sont pas prises en compte en raison du faible nombre de transactions les affectant).

**FIGURE 21 : NOMBRE DE TRANSACTIONS SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE AU QUÉBEC
\$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)**

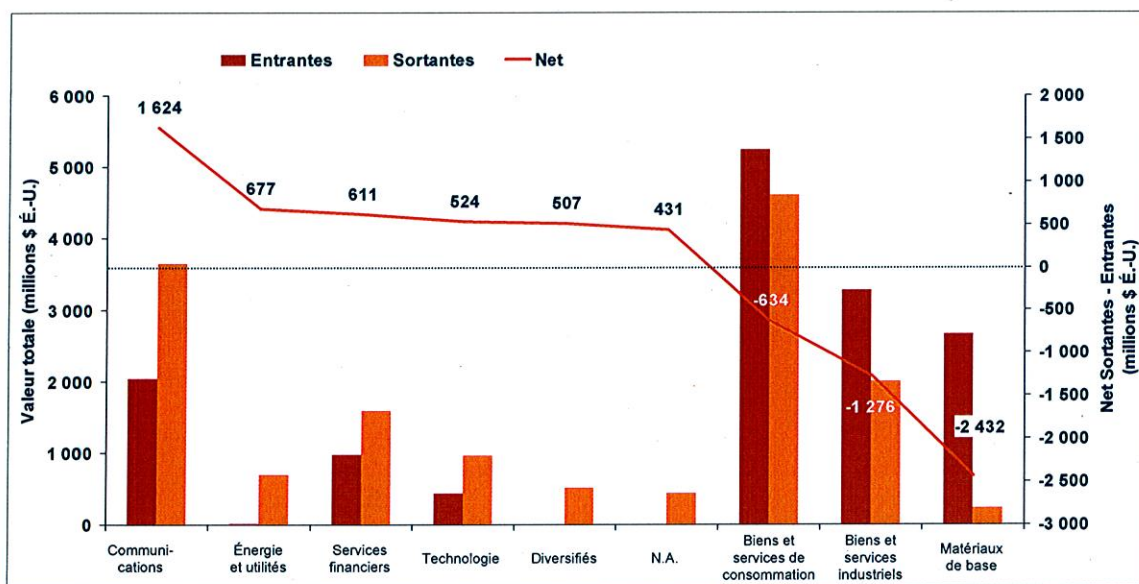


Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

L'analyse des tendances en valeur confirme le déficit dans le secteur des matériaux de base. Les répercussions d'un tel déficit doivent cependant être nuancées car ce secteur inclut l'exploitation des mines et des forêts, des ressources locales qui resteront au Québec même si le contrôle de l'entreprise change de mains. Le secteur industriel et celui des biens de consommation affichent également un déficit. Dans tous les autres domaines, le Québec est excédentaire. Il est cependant important de noter que deux des secteurs les plus nettement excédentaires sont des secteurs « protégés » des prises de contrôle étrangères : services financiers et communications. Si l'on exclut l'excédent lié à ces secteurs, l'excédent global 2002-2007 du Québec (\$32,2 millions É.-U.) devient un déficit de \$2,2 milliards É.-U. Par contre, ce déficit global se résume essentiellement à un secteur, soit celui des matériaux de base.

FIGURE 22 : VALEUR DES TRANSACTIONS SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE AU QUÉBEC
\$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

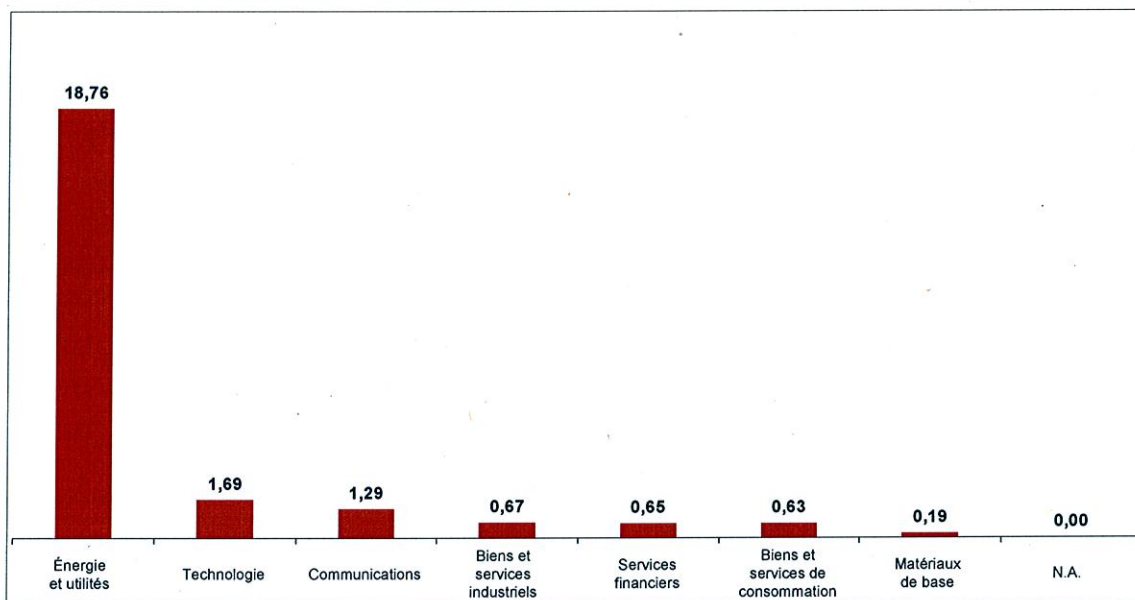
TYPE DE POSITION	CATÉGORIES	EXCÉDENT/DÉFICIT
Acheteur net	Services financiers, communications, technologie, produits diversifiés, énergie et utilités, et autres (N.A.)	Excédent de \$4 374 millions É.-U. (dont \$2 235 millions É.-U. liés à des secteurs protégés)
Vendeur net	Biens et services industriels, biens et services de consommation, matériaux de base	Déficit de \$4 342 millions É.-U. (dont \$2 432 millions É.-U. liés au secteur des matériaux de base)

TAILLE ET TYPE DE TRANSACTIONS

Les transactions sortantes sont plus élevées en valeur que les transactions entrantes dans trois catégories : communications, technologie, de même qu'énergie et utilités. Dans quatre catégories, les transactions entrantes sont en moyenne plus grandes que les transactions sortantes. La catégorie des produits diversifiés n'apparaît pas sur le graphique car seules deux transactions ont impliqué des entreprises

québécoises au cours des cinq dernières années et l'écart de taille entre ces deux transactions n'est pas représentatif d'une tendance.

FIGURE 23 : RATIO DES TAILLES MOYENNES DES TRANSACTIONS SORTANTES VS. ENTRANTES SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*, RATIO SORTANTES/ENTRANTES)

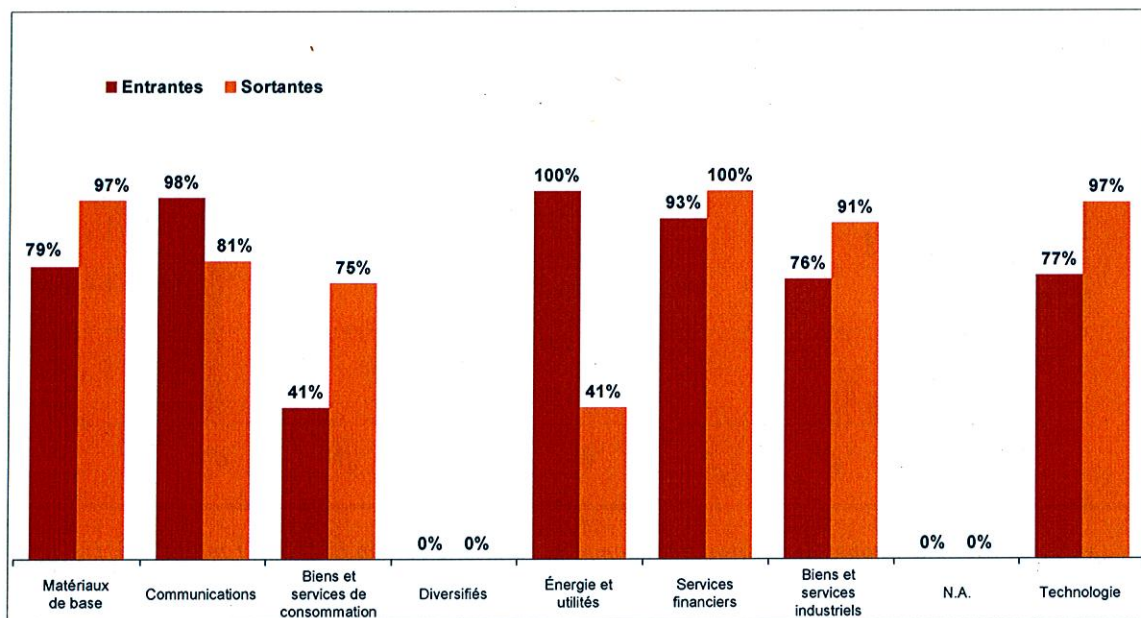


Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Quel que soit le secteur, la majorité des transactions se fait au sein de la même industrie (transactions dites intra-secteur). Le Québec tend à effectuer plus de transactions intra-secteur que les autres pays achetant des firmes au Québec (65 % des transactions sortantes sont intra-secteur, contre 55 % pour les transactions entrantes). La différence est particulièrement marquée dans le secteur des biens et services de consommation (75 % vs. 41 %) et dans celui de l'énergie et des utilités (41 % vs. 100 %).

FIGURE 24 : POURCENTAGE DE TRANSACTIONS INTRA-SECTEUR DANS LA VALEUR TOTALE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*, % DU TOTAL)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

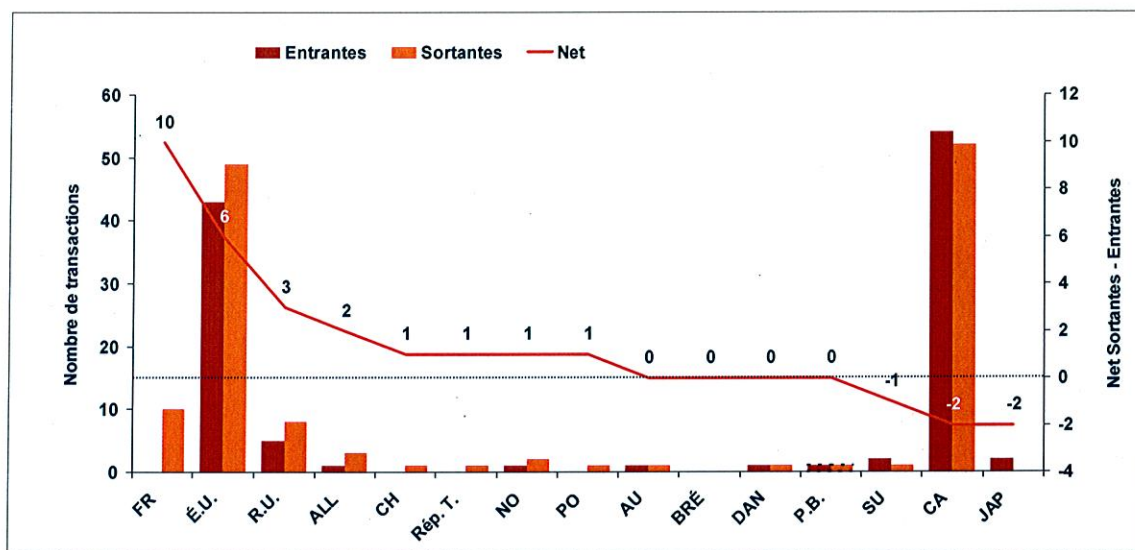
Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

PRINCIPAUX PARTENAIRES

Les principaux partenaires du Québec sur le marché du contrôle corporatif en nombre de transactions sont les autres provinces canadiennes, les États-Unis, la France, et le Royaume Uni. Le Québec est excédentaire avec tous ces partenaires majeurs, sauf les États-Unis.

Le Québec a réalisé des transactions totalisant plus d'un milliard de dollars avec trois de ces partenaires : les autres provinces canadiennes, les États-Unis et, loin derrière, le Royaume Uni. Si l'on additionne le solde des transactions menées avec ces trois pays, le Québec est presque à l'équilibre avec un déficit de seulement \$28 millions É.-U.

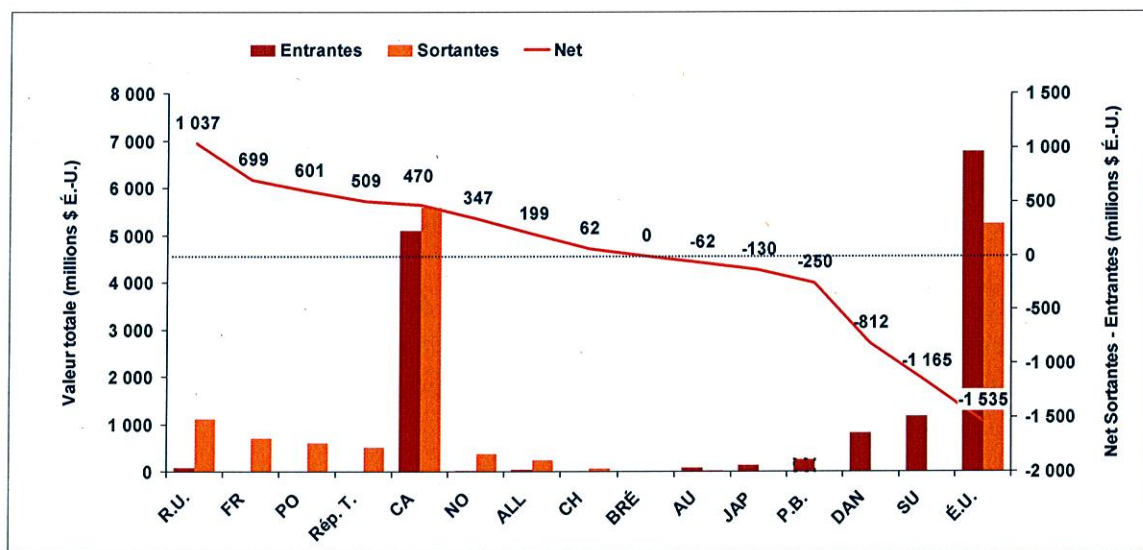
FIGURE 25 : NOMBRE DE TRANSACTIONS AU QUÉBEC PAR PAYS - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(POUR LE TOP 15 DES PARTENAIRES SELON LA VALEUR CUMULÉE DES TRANSACTIONS; 2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 26 : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC PAR PAYS - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(POUR LE TOP 15 DES PARTENAIRES SELON LA VALEUR CUMULÉE DES TRANSACTIONS; 2002-2007*)

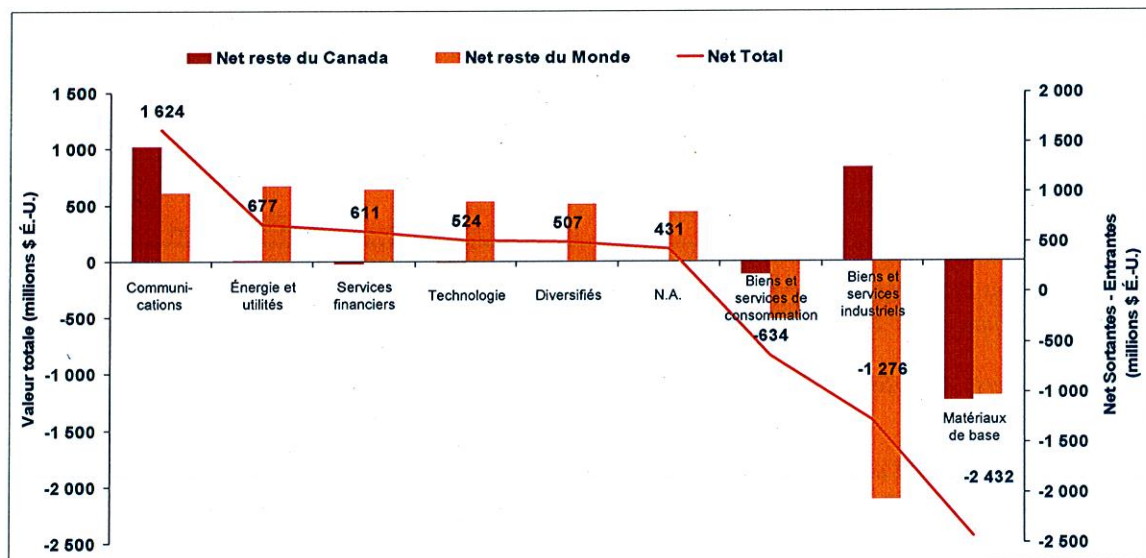


Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

La figure 27 illustre la valeur nette des acquisitions par catégorie selon que l'acquéreur est étranger ou canadien. Il en ressort que les excédents sectoriels québécois sont très largement expliqués par des transactions effectuées avec des partenaires étrangers: ceci est le cas notamment dans les catégories des services financiers, des communications, de la technologie et de l'énergie et utilités. Ces transactions internationales contribuent au déficit dans trois catégories: industriel, biens et services de consommation et matériaux de base. Globalement, les transactions internationales jouent donc un rôle critique dans les excédents sectoriels du Québec. En d'autres termes, si on ignore les transactions Québec-Québec, la croissance externe des entreprises québécoises est très largement axée sur des transactions internationales et, dans une moindre mesure seulement, des transactions avec d'autres provinces canadiennes.

FIGURE 27 : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS SELON LA CATÉGORIE DE L'ENTREPRISE CIBLE AU QUÉBEC - \$1 M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(RESTE DU CANADA VS. RESTE DU MONDE; 2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

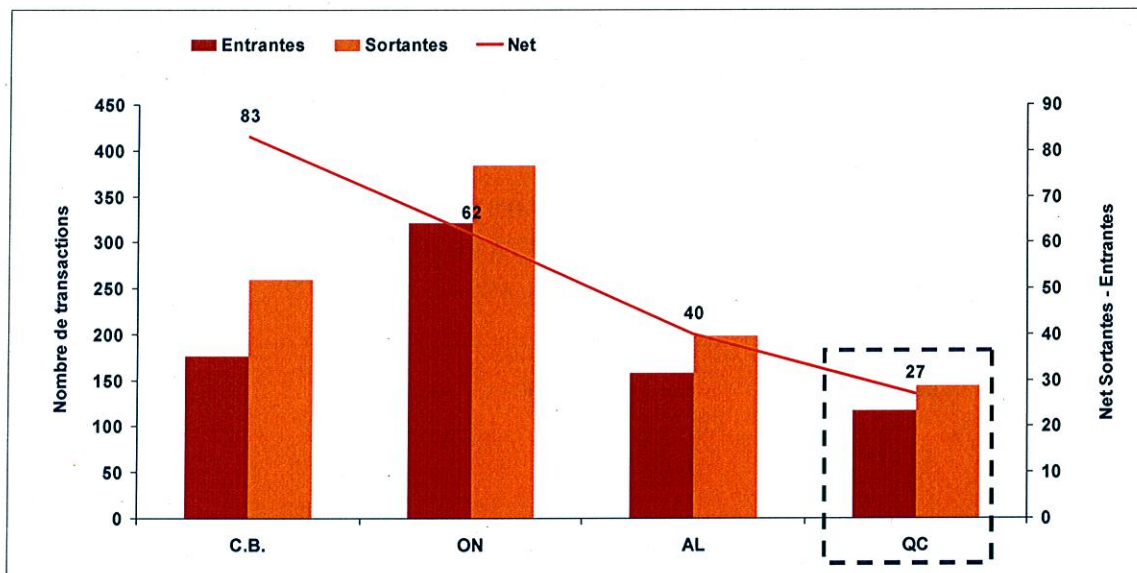
COMPARAISON DU QUÉBEC AVEC LES AUTRES PROVINCES

Le Québec est-il différent du reste du Canada en ce qui a trait au marché du contrôle corporatif ? Comment se positionne-t-il vis-à-vis des autres provinces, notamment l'Ontario ? Dans cette section, nous allons tenter d'apporter une réponse à ces questions en comparant la performance du Québec à celle des principales provinces canadiennes. Il est important de noter que cette analyse exclut toujours les transactions de plus d'un milliard de dollars et se limite aux sociétés publiques.

Comme l'illustre la figure 28, le fait que le Québec soit un acheteur net en termes de nombre de transactions n'est pas unique au Canada. Si l'on considère les autres provinces pour lesquelles il y a le

plus grand nombre de transactions (Colombie Britannique, Ontario, Alberta), toutes sont excédentaires à cet égard.

**FIGURE 28 : NOMBRE DE TRANSACTIONS DANS LES PRINCIPALES PROVINCES CANADIENNES
\$1M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)**



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Le Québec se distingue cependant par le faible nombre de transactions entrantes et sortantes. En effet, le Québec totalise entre 2002 et 2007 261 transactions entrantes et sortantes, contre 356 en Alberta, 435 en Colombie-Britannique, et 704 en Ontario. Ce déséquilibre se retrouve de la même façon pour les transactions entrantes et les transactions sortantes.

Le PIB du Québec s'élevait à \$298 157 millions en 2007, soit 51 % de celui de l'Ontario qui se situait à \$582 019 millions.⁷ Par contre, le nombre total de transactions impliquant des entreprises publiques québécoises et dont la valeur est comprise entre un million et un milliard de dollars américains ne représente que 37 % du nombre total de transactions impliquant des entreprises ontariennes. Le Québec compte donc moins de transactions que l'Ontario relativement à la taille de son économie.

Ce phénomène peut venir de trois causes principales :

- Le poids des transactions impliquant des entreprises privées peut être significatif dans le cas du Québec; notre base de données ne portant que sur les transactions impliquant une entreprise publique;

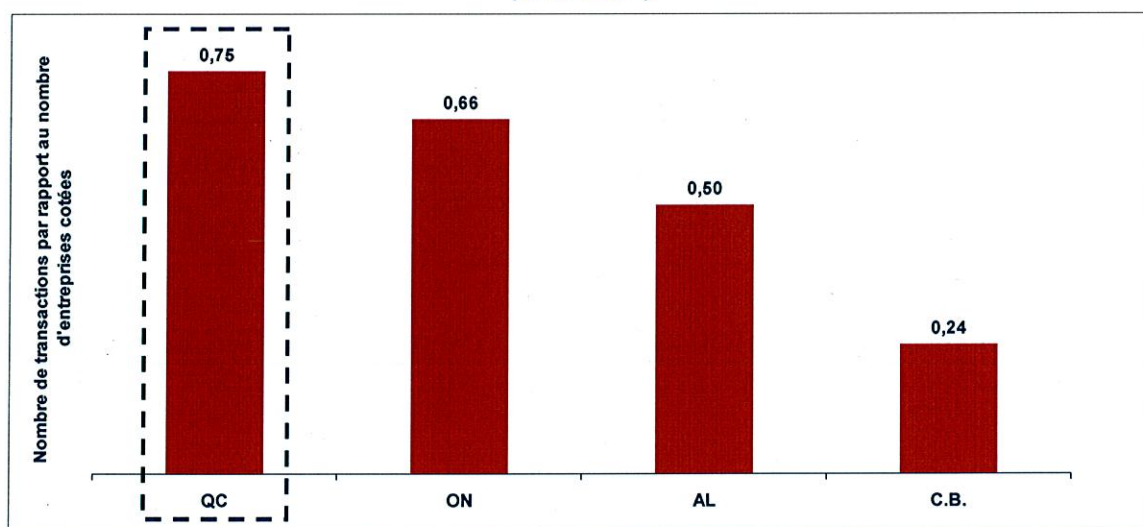
⁷ Source : Statistique Canada, Produit intérieur brut en termes de dépenses, par province et territoire, 2007.

- Il peut s'agir d'un fait réel démontrant ainsi que les entreprises publiques du Québec sont moins impliquées que celles des autres provinces dans des transactions de fusions/acquisitions;
- Ce déséquilibre peut venir du relatif déficit d'entreprises publiques du Québec par rapport à la taille de son économie.

Faute d'information fiable sur les transactions impliquant des entreprises privées, nous analysons donc par la suite le nombre et la valeur des transactions selon le nombre d'entreprises cotées et la capitalisation boursière pour les principales provinces canadiennes.

Le déséquilibre en nombre absolu de transactions ne se retrouve pas si l'on considère la base d'entreprises concernées. Le Québec ayant moins d'entreprises publiques que les autres provinces, le ratio du nombre de transactions par rapport au nombre d'entreprises cotées est plus élevé au Québec que dans les autres provinces, comme l'illustre la figure 29.

FIGURE 29 : NOMBRE DE TRANSACTIONS PAR RAPPORT AU NOMBRE D'ENTREPRISES COTÉES DANS LES PRINCIPALES PROVINCES CANADIENNES - \$1M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



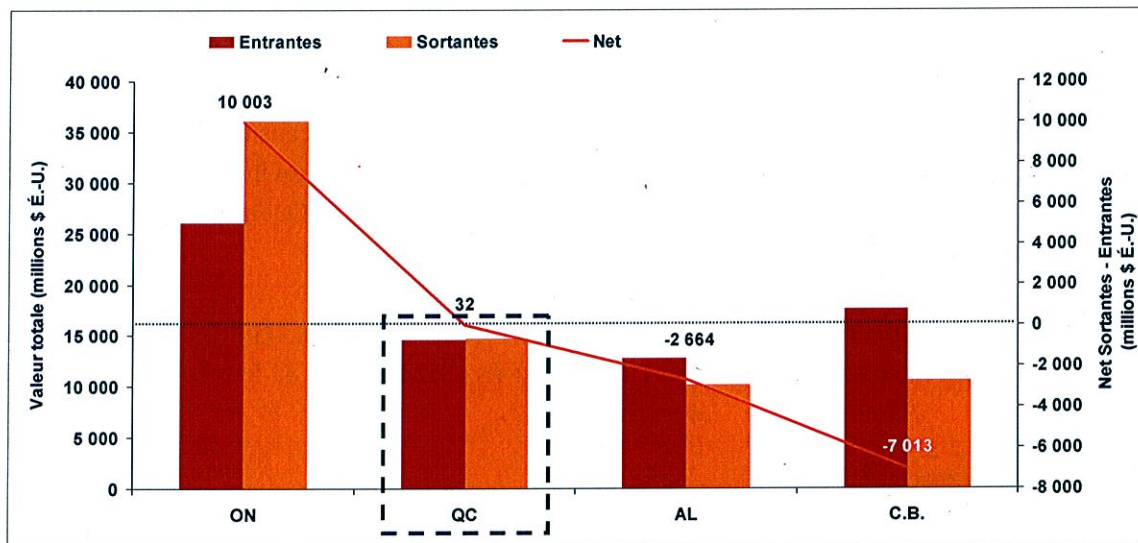
Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007. Pour le nombre d'entreprises cotées, les données sont au 05/05/2008.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

En valeur, le Québec a été impliqué entre 2002 et 2007 dans des transactions sortantes et entrantes totalisant \$29,3 milliards É.-U., contre \$62,2 milliards É.-U. pour l'Ontario, \$28,1 milliards É.-U. pour la Colombie-Britannique et \$22,9 milliards É.-U. pour l'Alberta. Ainsi, le faible niveau d'activité du Québec sur le marché du contrôle corporatif en nombre de transactions ne se traduit pas en valeur de transactions : comme l'indique la figure 31, la valeur totale des acquisitions en pourcentage de la capitalisation boursière au Québec est nettement supérieure à celles de l'Ontario et de l'Alberta. Seule la Colombie

Britannique dépasse le Québec à cet égard, principalement à cause de la faible capitalisation boursière de ses entreprises publiques.

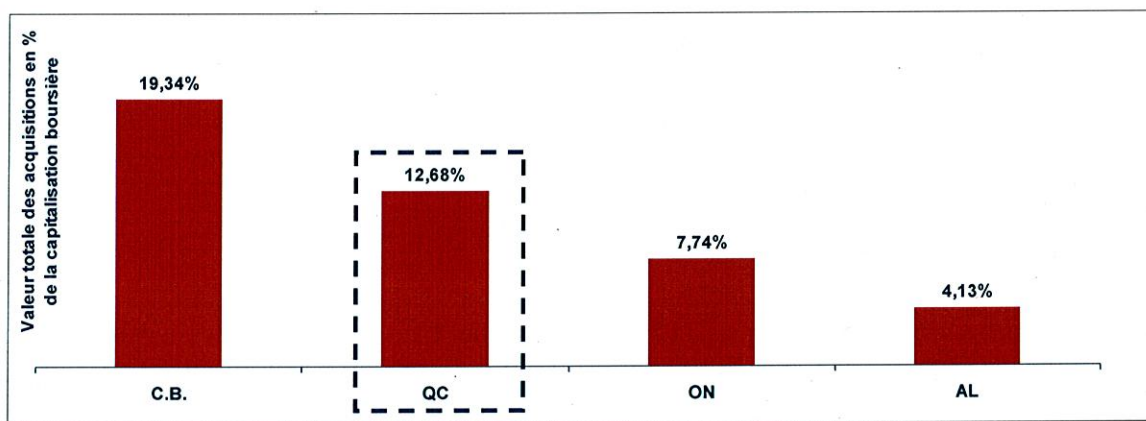
FIGURE 30 : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS DANS LES PRINCIPALES PROVINCES CANADIENNES
\$1M É.-U. À \$1 Md É.-U.
 (2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 31 : VALEUR DES TRANSACTIONS EN % DE LA CAPITALISATION BOUSIÈRE DANS LES PRINCIPALES PROVINCES CANADIENNES - \$1M É.-U. À \$1 Md É.-U.
 (2002-2007*)

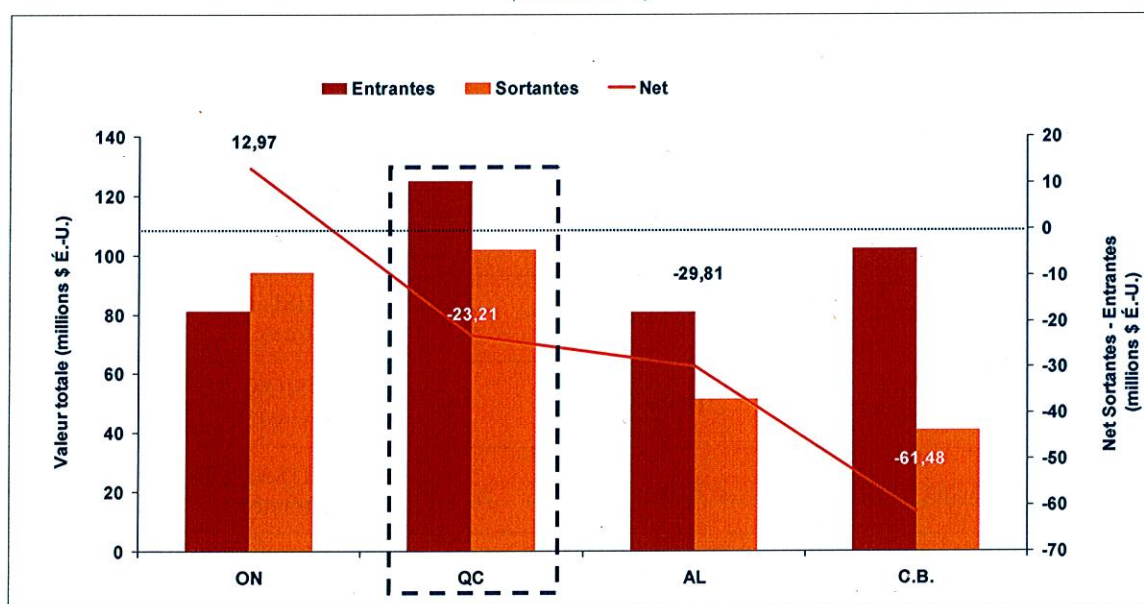


Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007. Pour la capitalisation boursière, les données sont au 01/05/2008.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Enfin, si l'on considère la taille moyenne des transactions, on constate que l'Ontario est la seule province qui enregistre des transactions sortantes nettement supérieures aux transactions entrantes. Le Québec, la Colombie-Britannique et l'Alberta présentent toutes trois un profil similaire à cet égard : elles achètent des entreprises plus petites que celles qu'elles vendent. L'écart observé au Québec est toutefois plus faible que celui observé dans les deux autres provinces. Par ailleurs ce portrait d'ensemble ne change pas si l'on analyse les transactions en dollar canadien plutôt qu'en dollar américain. Toutefois, le Québec creuse son écart sur l'Alberta (\$4 109 millions CAD contre \$2 696 millions É.-U.) et la Colombie Britannique (\$8 854 millions CAD contre \$7 045 millions É.-U.) mais est en plus net recul vis-à-vis de l'Ontario (\$11 754 millions CAD contre \$9 971 millions É.-U.).

FIGURE 32 : VALEUR MOYENNE DES TRANSACTIONS DANS LES PRINCIPALES PROVINCES CANADIENNES - \$1M É.-U. À \$1 Md É.-U.
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions comprises entre \$1 million É.-U. et \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Sur la base des entreprises concernées, le Québec se positionne donc bien vis-à-vis des autres provinces canadiennes. Le déséquilibre en nombre absolu, notamment par rapport à l'Ontario, est une conséquence du déficit d'entreprises publiques au Québec.

CONSIDÉRATIONS SUR LES TRANSACTIONS DE PLUS D'UN MILLIARD DE DOLLARS

Les transactions de plus d'un milliard de dollars sont trop peu nombreuses pour permettre l'identification de réelles tendances. Leur impact est cependant tel qu'elles ne peuvent être ignorées. Le tableau ci-dessous présente toutes les transactions entrantes et sortantes de plus d'un milliard de dollars ayant eu lieu entre 2002 et 2007⁸.

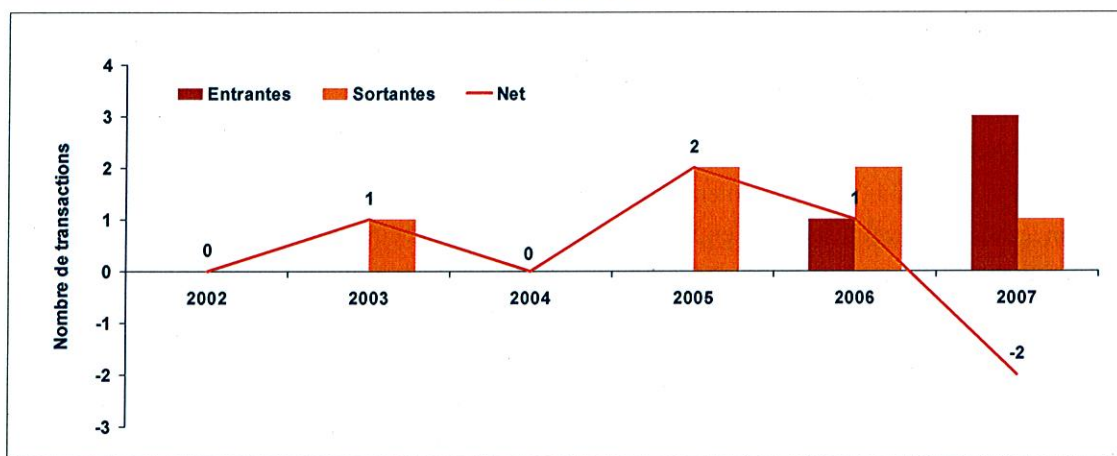
DATE DE L'ANNONCE	NOM DE L'ACQUÉREUR	NOM DE LA CIBLE	TYPE DE TRANSACTION	VALEUR ANNONCÉE (MILLIONS \$ É.-U.)
07/07/2003	ALCAN	PECHINEY	ACQUISITION (sortante)	6 229
07/03/2005	FONDS DE REVENU PAGES JAUNES	ADVERTISING DIRECTORY SOLUTION	ACQUISITION (sortante)	2 070
19/07/2005	METRO	A&P CANADA	ACQUISITION (sortante)	1 553
07/03/2006	BCE	ALIAN	ACQUISITION (sortante)	2 374,
23/08/2006	DOMTAR	WEYERHAEUSER	FUSION (sortante*)	3 300
14/09/2006	IAMGOLD CORP	CAMBIOR	ACQUISITION (entrante)	1 256
29/01/2007	ABITIBI-CONSOLIDATED	BOWATER	FUSION (sortante*)	4 398
30/06/2007	Acquéreurs multiples	BCE	PRIVATISATION (entrante)	42 435
12/07/2007	RIO TINTO PLC	ALCAN	ACQUISITION (entrante)	42 934
10/12/2007	TSX GROUP	BOURSE DE MONTRÉAL	ACQUISITION (entrante)	1 201

* Dans le cas de ces fusions, le contrôle corporatif est demeuré au Québec (voir annexe 1)

Les figures 33 et 34 illustrent l'impact des très grandes transactions en nombre et en valeur.

⁸ Les transactions de Groupe Jean Coutu en 2004 et 2007 n'ont pas été prises en compte dans les analyses quantitatives de cette section. Rappelons que le Groupe Jean Coutu a acheté en 2004 1 549 pharmacies Eckerd au Groupe J.C. Penney pour les fusionner ensuite avec Brooks, sa propre chaîne de pharmacies américaines. En 2007, Groupe Jean Coutu a revendu les pharmacies de l'entité fusionnée Brooks & Eckerd à Rite Aid pour \$2,36 milliards en espèces et 250 millions d'actions ordinaires. La participation de Groupe Jean Coutu dans la nouvelle entité Rite Aid s'élève depuis à 32% (soit 30% des droits de vote). Le Groupe Jean Coutu ne détenant pas 50% des actions, on ne peut parler d'un véritable contrôle corporatif. Par ailleurs, l'inclusion de cette transaction ne changerait pas les constats globaux présentés dans cette section.

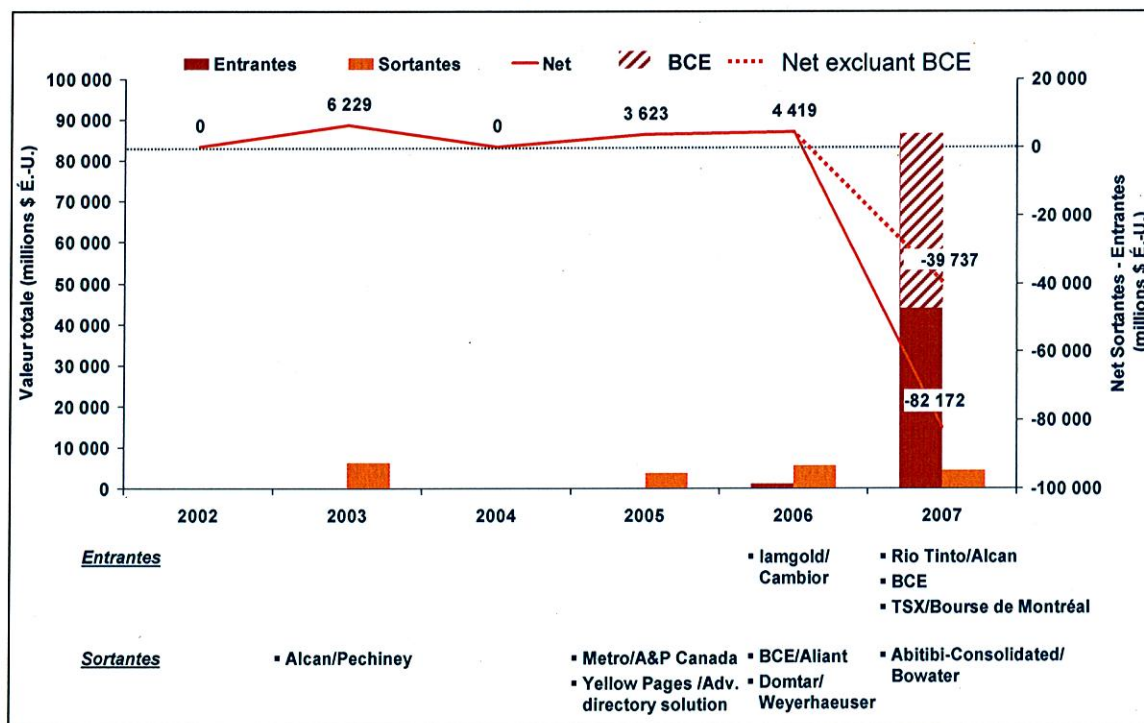
FIGURE 33 : NOMBRE DE TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. impliquant des sociétés publiques. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

FIGURE 34 : VALEUR NETTE DES TRANSACTIONS AU QUÉBEC - \$1 Md É.-U. ET PLUS
(2002-2007*)



Notes : Les données incluent toutes les transactions > \$1 milliard É.-U. *Les données vont jusqu'au 31/12/2007 et incluent les transactions en cours pour 2007.

Sources : Bloomberg, Analyse SECOR

Il est intéressant de constater qu'en valeur la tendance que dessinent les très grandes transactions est identique à celle que connaît le Québec globalement : 2007 apparaît comme l'année négative, tandis que les autres années sont positives ou neutres.

Le Québec a su se distinguer par d'importantes transactions sortantes. Alcan a ainsi su profiter de la vague de consolidation de son industrie en achetant le groupe français Pechiney en 2003 pour \$6,2 milliards É.-U. Le Québec a par ailleurs élargi sa présence au Canada comme en témoigne l'acquisition d'A&P Canada par Métro en 2005. Cependant, ces transactions sortantes ont été plus que contrebalancées par deux transactions entrantes majeures, soit les acquisitions d'Alcan par Rio Tinto et de BCE par un consortium ayant à sa tête le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

Finalement, le déficit cumulé dans le cadre des transactions de plus d'un milliard de dollars entre 2002 et 2007 s'élève à \$67 901 millions É.-U. Le déficit global du Québec toutes transactions confondues s'élève quant à lui à \$67 869 millions É.-U. Les deux très grandes transactions de 2007 expliquent donc à elles seules ce déficit très important. Sans ces deux transactions, le Québec affiche un excédent de \$17 500 millions.

Par ailleurs, les très grandes transactions internationales des dernières années ont souvent impliqué des acteurs financiers comme les sociétés de financement par capitaux propres et, dans une moindre mesure, les fonds souverains. Au Québec, les transactions réalisées par des sociétés de financement par capitaux propres ont aussi représenté une part importante du total des fusions/acquisitions, tant en nombre qu'en valeur. Plusieurs transactions d'importance illustrent le phénomène. Outre l'acquisition de BCE par le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et ses partenaires financiers, on peut citer l'acquisition de MAAX par un consortium financier, celle de Dollarama par Bain Capital, celle d'Axcan Pharma par TPG Capital ou encore celle de Van Houtte par Littlejohn.

Bien que la place des sociétés de financement par capitaux propres ne fut pas spécifiquement analysée dans notre étude, on peut raisonnablement estimer que ces transactions représentent au moins un cinquième des transactions entrantes impliquant des entreprises publiques québécoises. Le Québec est dans la moyenne mondiale à cet égard. Par ailleurs, les transactions financières, par opposition aux transactions stratégiques, impliquent rarement une relocalisation du siège social. Il convient donc ainsi de nuancer les conséquences de cette catégorie de fusions/acquisitions sur le contrôle corporatif.

CONCLUSION

L'analyse de la performance du Québec sur le marché du contrôle corporatif conduit à cinq conclusions majeures :

- Si l'on exclut les transactions de plus d'un milliard de dollars É.-U., la performance du Québec apparaît équilibrée entre 2002 et 2007 : la province achète plus d'entreprises qu'elle n'en vend, et dégage un excédent cumulé de \$32,2 millions É.-U. Si l'on considère l'impact du taux de change, l'excédent dépasse même un milliard de dollars canadiens. Cependant l'année 2007 fut très négative.
- Tous les secteurs de l'économie contribuent à cet excédent, à l'exception des catégories suivantes : matériaux de base, industriel, et dans une moindre mesure, biens et services de consommation. Toutefois, deux catégories plus nettement excédentaires sont des secteurs « protégées » des prises de contrôle étrangères : services financiers et communications. À l'opposé, la catégorie la plus déficitaire, soit celle des matériaux de base, constitue un secteur où le levier gouvernemental de contrôle indirect est plus élevé puisqu'elle concerne l'exploitation de ressources naturelles.
- Dans les transactions qui dépassent un milliard de dollars, le Québec accuse un déficit important alors que le Canada est proche de l'équilibre et que l'Ontario est nettement excédentaire. Largement minoritaires en nombre, ces transactions ont un impact majeur sur la performance du Québec en valeur. Si on les prend en considération, le Québec passe d'un excédent de \$32,2 millions É.-U. pour la période 2002-2007 à un déficit de \$67,9 milliards É.-U. La totalité de ce déficit s'explique toutefois par deux transactions, soit BCE et Alcan. En excluant ces deux transactions, le Québec affiche un excédent net de \$17,5 milliards É.-U.
- Entre 2002 et 2007, le Québec a enregistré moins de transactions que les autres provinces, notamment l'Ontario, principalement à cause du faible nombre d'entreprises publiques par rapport à la taille de son économie. Cela illustre néanmoins le fait que le Québec compte moins de grandes sociétés.
- Enfin, la situation du Québec est similaire à celle du reste du monde à plusieurs égards. La plupart des transactions sont intra-secteur et une part importante de la valeur totale des transactions implique des pays étrangers. Les méga-transactions (> \$5 Mds É.-U.) représentent aussi un important pourcentage de la valeur totale des transactions, mais là encore, cela vient largement de deux transactions (BCE et Alcan). Les sociétés financières représentent près de 20 % des transactions, soit une proportion équivalente à la situation internationale. En revanche, le Québec se distingue au niveau des tendances sectorielles : le secteur des services financiers est moins important en valeur, à l'inverse des matériaux de base.

3. CONCLUSIONS ET PISTES DE RÉFLEXIONS - QUÉBEC

La présente section s'attarde sur certaines implications des constats précédents sur le plan des politiques publiques. Avant de dégager des pistes de réflexion pour alimenter une stratégie québécoise sur le contrôle corporatif, nous avons cru utile de présenter un cadre générique des facteurs qui agissent sur le contrôle corporatif.

PRINCIPAUX FACTEURS AGISSANT SUR LE CONTRÔLE CORPORATIF

SECOR a développé un cadre conceptuel dans son étude sur la performance du Canada en matière de contrôle corporatif. À la base de ce cadre est la distinction entre des facteurs défensifs et des facteurs offensifs :

- Facteurs défensifs : les entreprises canadiennes sont-elles plus ou moins vulnérables que les autres entreprises?
- Facteurs offensifs : les entreprises canadiennes sont-elles mieux ou moins bien positionnées que les autres entreprises pour réaliser des acquisitions?

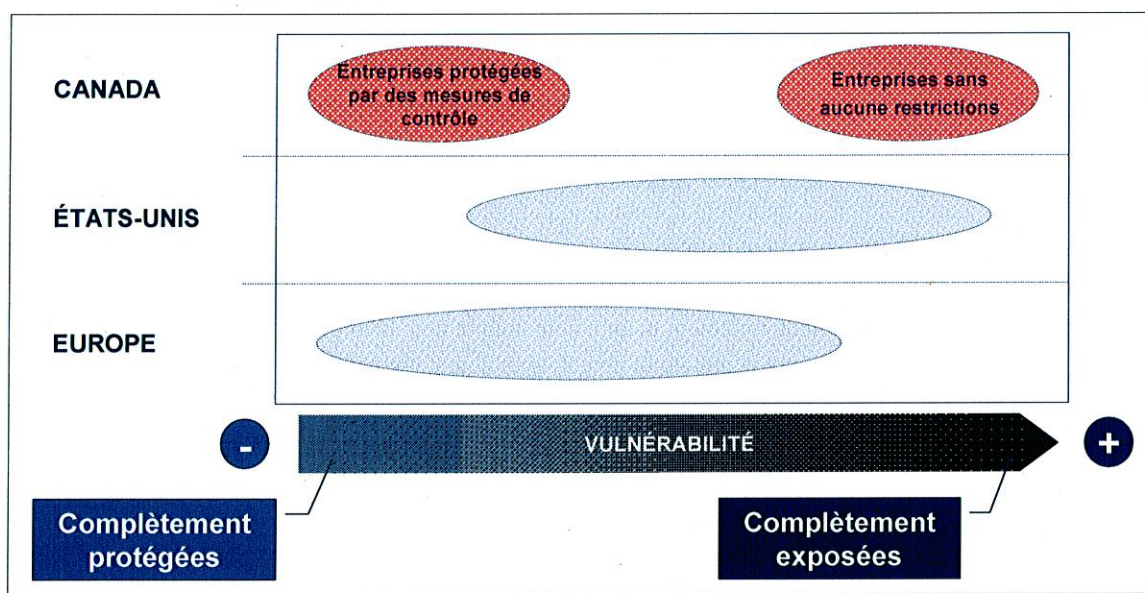
Le tableau qui suit illustre le cadre générique de base appliqué au Canada. Ce cadre est repris dans cette section, mais en se concentrant sur les éléments qui concernent plus spécifiquement le cas du Québec.

FACTEURS DÉFENSIFS	FACTEURS OFFENSIFS
■ Techniques pré-offre • Structure d'actionnariat • Structure du conseil d'administration ■ Techniques post-offre • Allocation du pouvoir entre les actionnaires et le conseil d'administration • Industries protégées	■ Effets d'échelle • Taille et intégration du marché domestique • Politique gouvernementale et politique de concurrence • Accès aux marchés étrangers ■ Productivité • Étendue industrielle mondiale • Taxes corporatives et implications • Grappes industrielles ■ Accès au capital bon marché • Liquidité et sophistication du marché • Risque du marché • Coûts de transactions

FACTEURS DÉFENSIFS

Les entreprises peuvent être plus ou moins équipées pour faire face à une offre de contrôle non sollicitée. Ces facteurs défensifs relèvent pour la plupart de la juridiction fédérale, quoique des provinces aient également introduit certaines règles de propriété dans des secteurs sous leur juridiction. Ces facteurs défensifs vont de la réglementation des devoirs des administrateurs à la réglementation de la propriété dans certains secteurs, tels que les télécommunications, et les mécanismes de tamisage sur les investissements directs étrangers. Ces facteurs défensifs permettent de définir au Canada deux catégories d'entreprises, selon leur vulnérabilité et leur passivité face à des offres d'achats non-sollicitées, comme l'illustre la figure 35. Aux États-Unis et en Europe, on parle plus de continuum, quoique les entreprises d'Europe semblent munies de plus de mécanismes de défense que les entreprises américaines.

FIGURE 35 : VULNÉRABILITÉ : SITUATION DES ENTREPRISES



Sources : Analyse SECOR

Catégorie I : Entreprises protégées par des mesures de contrôle

Divers mécanismes de protection peuvent être mis en place soit par les entreprises, soit par les autorités gouvernementales, selon les circonstances. En voici quelques exemples. :

- Une structure d'actionariat avec actions avec droits de vote multiple permet d'attribuer un contrôle disproportionné à un groupe d'actionnaires dit « de contrôle ». Ce type de structure est assez courant dans les cas d'entreprise où l'origine est de type familial ou entrepreneuriale. (ex : Bombardier Inc.) Certaines entreprises ont un actionnaire de contrôle. En conséquence, il devient plus difficile pour une entreprise étrangère de prendre le contrôle de ce type de sociétés.

- Les entreprises œuvrant dans des secteurs protégés sont moins vulnérables aux prises de contrôle, car les gouvernements doivent autoriser la transaction, à moins que la loi ne le défende clairement, comme dans le cas des entreprises de transport aérien et de télécommunication. Ces restrictions sont nettement plus sévères au Canada que dans le reste des pays de l'OCDE dans trois secteurs, soit les télécommunications, les transports et les services financiers, découlant principalement de réglementations fédérales (par exemple, la loi sur les télécommunications et la loi sur les compagnies d'assurance).

D'autres mécanismes réglementaires de défense existent au Canada, notamment la Loi sur Investissement Canada, mais sont peu utilisés. Depuis son adoption en 1986, 1 529 projets ont été inspectés sous l'égide de la Loi d'Investissement Canada; ils ont tous été autorisés, quoique parfois après des ajustements, à une exception près, le projet récent d'acquisition de MDS, qui a été refusée faute de « bénéfices » suffisants pour le Canada. Ce refus s'inscrit dans un contexte où le gouvernement canadien semble attacher de nouveau de l'importance aux acquisitions par les étrangers. La situation pourrait donc évoluer dans un proche avenir comme le laisse à penser également les déclarations du ministre des Finances du Canada relative à l'ajout d'une clause de « sécurité nationale » comme il en existe dans plusieurs autres pays, notamment l'Australie. Cette législation vise plus spécifiquement les fonds souverains et serait mise en application à l'échelle nationale; elle influencerait donc le Québec au même titre que le Canada.

Les autorités gouvernementales ont également plusieurs autres leviers pour faciliter ou contraindre des acquisitions d'entreprises domestiques par des firmes étrangères. Ces leviers concernent les différents permis, autorisations, ou droits nécessaires pour pouvoir opérer une entreprise. Le secteur des matériaux de base est particulièrement touché par ces éléments. L'accès aux ressources (bois, gisement minier, énergie) est souvent étroitement encadré par les gouvernements. L'exemple de l'entente de continuité dans le cadre de la transaction d'Alcan au Québec en constitue une parfaite illustration.

Catégorie II : Entreprises non protégées

Les entreprises canadiennes qui n'ont aucune restriction sur la prise de contrôle dans le cadre d'offre non sollicitée, sont particulièrement vulnérables, principalement à cause des éléments suivants :

- Il est plus facile au Canada de prendre le contrôle du conseil d'administration lors d'une offre d'achat;
- Les lois fédérales sont relativement restrictives vis-à-vis des défenses face aux prises de contrôle;
- Il n'y a aucun précédent au Canada pour utiliser la défense de type « refus simple » (*"Just say no"*), une défense fréquente aux États-Unis;
- La politique canadienne de concurrence peut favoriser des acheteurs étrangers, qui ne soulèvent pas d'enjeu de concentration.

Les pouvoirs des conseils d'administration sont particulièrement plus limités au Canada que dans de nombreuses autres juridictions. Ceci découle de la Politique Nationale 62-202 adoptée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) qui limite considérablement les stratégies de défense à

disposition des conseils d'administration et accorde la décision finale quant à l'acceptation ou au refus d'une offre aux actionnaires. Les conseils d'administration québécois sont soumis à cette réglementation qu'entérine l'AMF.

Les limites imposées au pouvoir des conseils d'administrations canadiens sont en net contraste avec les pratiques appliquées aux États-Unis. Dans une large majorité d'États américains, les conseils sont en effet la première instance de décision pour tout ce qui touche aux affaires de l'entreprise. Dans le cas d'une offre d'achat hostile, les conseils d'administration américains peuvent utiliser des mesures de défense, comme les pastilles empoisonnées, sans l'aval des actionnaires, dans la mesure où ils peuvent démontrer qu'il y a un réel danger pour l'entreprise. Ces mesures doivent cependant être proportionnées à la menace. Cependant, les scandales tels qu'Enron et WorldCom ont entraîné l'émergence d'un activisme actionnarial qui incite les conseils d'administration à agir avant tout dans l'intérêt des actionnaires. Cette évolution tend à réduire l'écart de pouvoir entre les conseils d'administration canadiens et américains.

FACTEURS OFFENSIFS

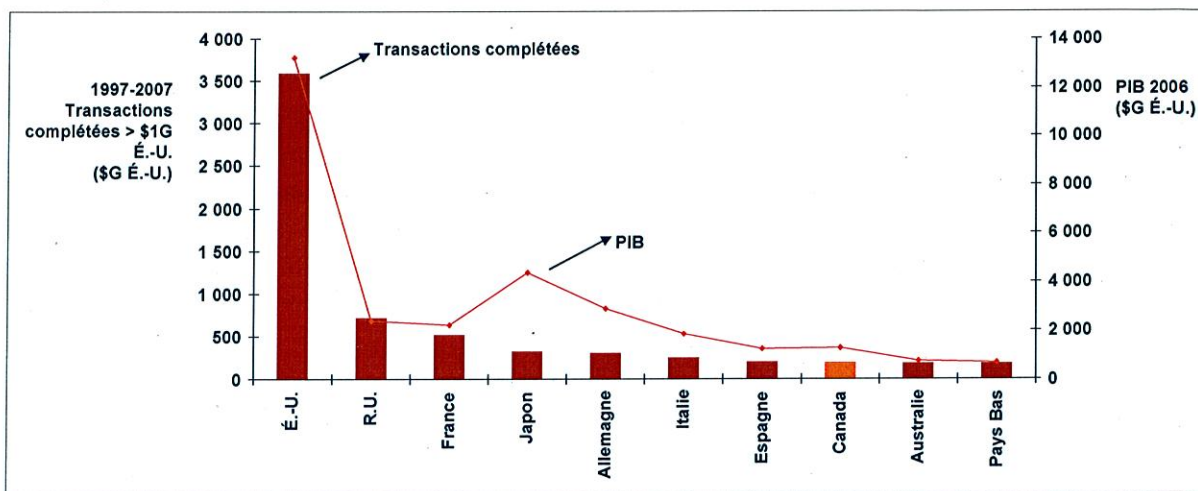
Le dicton dit que la meilleure défense est l'attaque. Toutefois, plusieurs éléments ont historiquement limité la capacité des entreprises canadiennes à entreprendre une stratégie offensive. L'étude sur la situation canadienne en identifiait plusieurs, qui sont tout aussi pertinents au Québec.

Taille du marché domestique

Les entreprises de grande taille sont naturellement mieux positionnées pour être des consolidatrices plutôt que des consolidées. Or les entreprises croissent généralement sur leur propre marché intérieur avant de se lancer vers l'international. Un grand marché domestique peut donc être un tremplin décisif pour devenir compétitif sur le marché du contrôle corporatif. Ce facteur défavorise les entreprises canadiennes par rapport à leurs voisines américaines. Il touche évidemment aussi les entreprises québécoises qui ont eu souvent tendance à se limiter à un marché encore plus petit que celui du Canada dans son ensemble. En effet :

- Plusieurs entreprises du Québec ne peuvent que modérément s'appuyer sur la taille du marché canadien. En effet, déjà relativement petit vis-à-vis des autres pays actifs sur le marché du contrôle corporatif, le marché canadien est souvent fragmenté par des normes, des règlements, des politiques d'approvisionnement et des licences, qui créent des barrières interprovinciales.
- Le Québec se distingue aussi par un cadre linguistique et culturel unique qui a pu freiner l'expansion des entreprises au-delà des frontières de la province. Ces caractéristiques favorisent l'émergence de monopoles régionaux plus que la création de champions nationaux canadiens. En revanche, cette spécificité a aussi joué un rôle défensif en limitant l'attrait relatif des entreprises québécoises pour les firmes étrangères.

FIGURE 36 : TOP 10 DES PAYS ACHETEURS SUR LE MARCHÉ DU CONTRÔLE CORPORATIF
 (BASÉ SUR LA VALEUR DES TRANSACTIONS COMPLÉTÉES DE PLUS DE \$1 MILLIARD É.-U. DEPUIS 1997)



Source : FMI Base de données des perspectives mondiales économiques (Avril 2007), Bloomberg, Analyse SECOR

Politiques gouvernementales

Le Québec se distingue du Canada en ce qui a trait aux champions industriels. Pour diverses raisons, et notamment un régionalisme excessif et une loi sur la concurrence tatillonne, le Canada a toujours eu de la difficulté à se rallier derrière des champions nationaux. Mais c'est moins le cas au Québec, où l'on s'est montré plus proactif en favorisant l'émergence de champions québécois. La consolidation des entreprises d'un même secteur a en effet été encouragée permettant l'émergence de quelques joueurs d'importance dominant le marché québécois. Cette différence d'approche entre les politiques fédérale et québécoise est particulièrement visible dans deux secteurs, soit les services financiers et les télécommunications.

- Dans le secteur des services financiers, le Mouvement des Caisses Desjardins et la Banque Nationale du Canada sont deux exemples d'entreprises dominantes sur le marché québécois. Cependant, le gouvernement fédéral a toujours bloqué la fusion entre les grandes banques canadiennes empêchant la création de grands groupes d'envergure nationale ou internationale.
- Ce phénomène se retrouve également dans le secteur des médias et de la communication. Le gouvernement fédéral a récemment pris des mesures limitant les positions dominantes des entreprises alors que Quebecor Inc. est solidement ancré dans le marché québécois.

La volonté des autorités québécoises d'agir en faveur de la création de grands groupes n'a ainsi pas trouvé de relais au niveau fédéral.

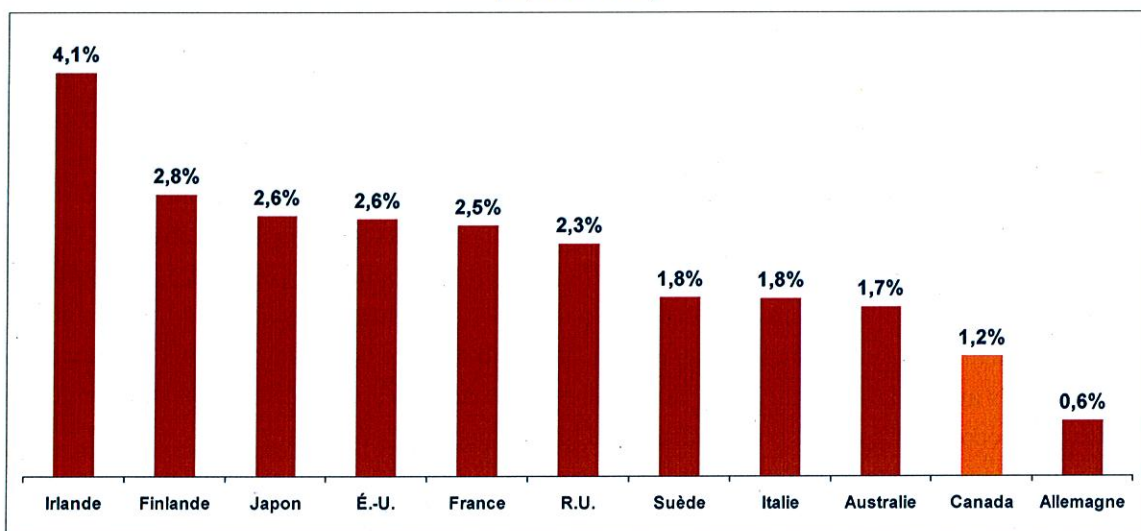
Productivité

Les entreprises plus productives sont naturellement mieux positionnées pour faire des acquisitions, ce qui leur permet d'améliorer les opérations, d'implanter les meilleures pratiques et d'offrir une meilleure

prime d'acquisition aux entreprises qu'elles aimeraient acquérir, leur donnant ainsi un net avantage sur le marché du contrôle corporatif.

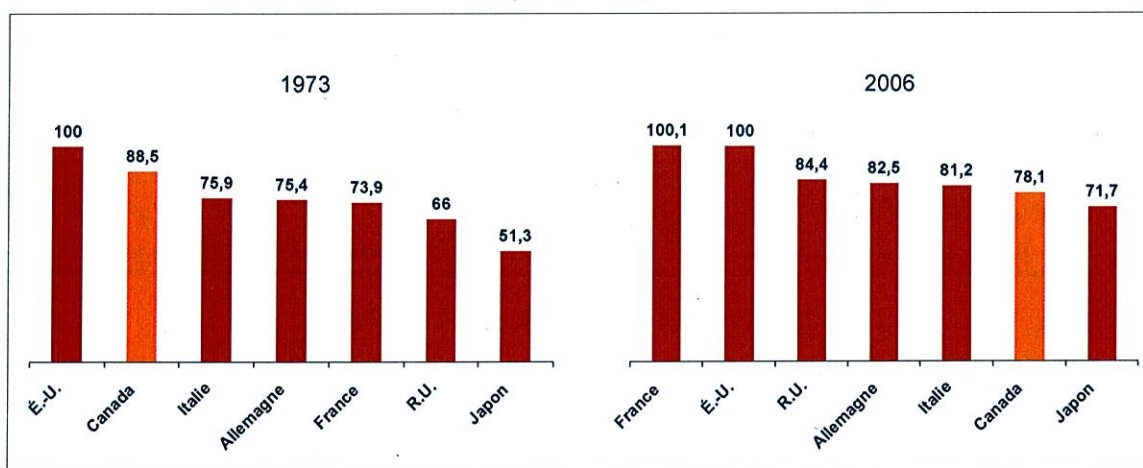
Comme le montrent les figures 37 et 38, la productivité canadienne a progressé beaucoup plus lentement que dans les autres pays du G7 entre 1973 et 2006. Il est important de noter que la plupart des secteurs sont affectés puisque cet écart négatif de productivité touche environ 80 % de l'économie canadienne.

FIGURE 37 : CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL
(%, 1973-2006)



Sources : Sharpe (2007), Analyse SECOR

FIGURE 38 : INDICE DE PRODUCTIVITÉ HORAIRE DU TRAVAIL POUR LES PAYS DU G7
(É.-U. = 100)



Sources : Sharpe (2007), Analyse SECOR

Le Québec est également particulièrement concerné par ce facteur. Entre 1987 et 2006 la productivité y a progressé à un rythme plus lent que dans le reste du Canada. Selon les données de Statistique Canada, la croissance de la productivité du travail au Québec (mesurée par le PIB par heure de travail) se situait en

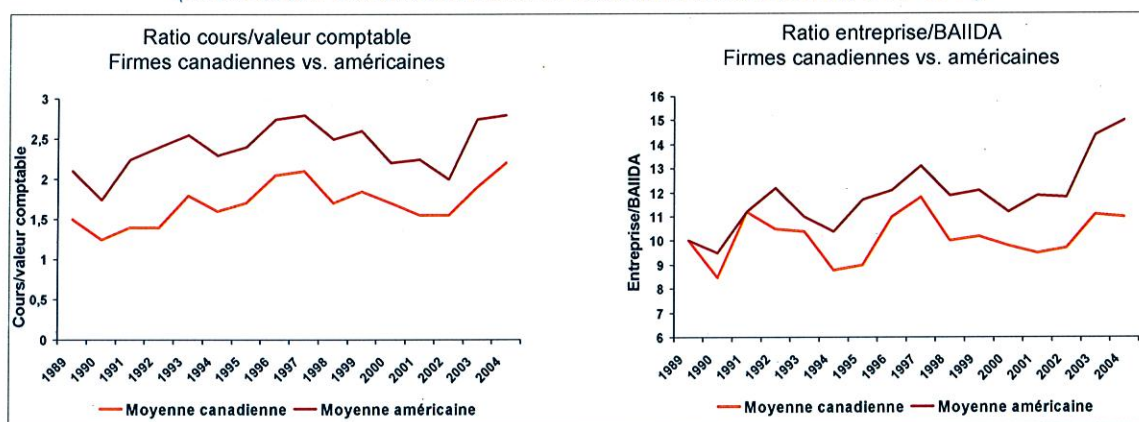
dessous de la moyenne nationale et a progressé de 1,15 % contre 1,25 % au Canada et 1,34 % en Ontario sur cette même période. De même, le PIB par \$1 000 de capital a augmenté de 0,49 % au Québec entre 1987 et 2006 contre 0,64 % au Canada et 0,54 % en Ontario. Cependant, les dernières données de Statistique Canada illustrent que la productivité du Québec a augmenté de 1,5% en 2007 contre 0,8% en Ontario et 0,7% au Canada. Globalement, la performance du Québec et du Canada reste faible en termes de productivité, en partie à cause d'un sous-investissement en capital et en technologie de l'information.

Coût du capital

Le coût du capital est une somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette. Globalement, le coût de la dette est comparable au Canada et aux États-Unis. Nous concentrerons donc notre analyse sur le coût des capitaux propres.

Le coût des capitaux propres est crucial d'un point de vue offensif et défensif : une évaluation élevée des actions facilite le financement d'acquisitions (aspect offensif), et rend également plus chère la cible (aspect défensif). Comme l'illustre la figure 39, le Canada est vulnérable à cet égard. Les entreprises canadiennes sont en effet clairement sous-évaluées par rapport aux entreprises américaines. Selon la Banque du Canada, cette tendance est présente dans un grand nombre de secteurs depuis les années 1990, et a rendu l'accès au capital plus cher pour les entreprises canadiennes. Le « discount » additionnel sur les entreprises québécoises amplifie l'importance de ce facteur pour le Québec.

FIGURE 39 : MULTIPLES D'ÉVALUATION DES FIRMES CANADIENNES ET AMÉRICAINES
(RATIO COURS/VALEUR COMPTABLE ET RATIO ENTREPRISE/BAIIDA; 1989-2004)



Sources : King, M.R., Segal, D., *Market segmentation and equity valuation* (2006)

PISTES DE RÉFLEXION

Notre étude sur la situation canadienne comprenait plusieurs recommandations qui demeurent pertinentes au contexte québécois. Cependant, il est utile de souligner que la performance générale du Québec est meilleure que celle du Canada dans son ensemble, notamment si l'on exclut les transactions exceptionnelles de BCE et Alcan. Les conclusions de la section précédente soulèvent par ailleurs d'autres éléments importants qui méritent une attention spécifique, tant du côté défensif qu'offensif.

VOLET DÉFENSIF

D'un point de vue défensif, les recommandations que nous avons faites dans le contexte canadien nous apparaissent pertinentes sur trois éléments particuliers:

- Les devoirs des administrateurs : Les conseils d'administration des entreprises établies au Québec devraient avoir la responsabilité et l'autorité pour agir d'abord et avant tout dans le meilleur intérêt à long-terme de l'entreprise.
- La gouvernance : les conseils d'administration devraient avoir le droit et la responsabilité de simplement refuser une offre (« *just say no* ») si un meilleur plan de croissance existe pour l'entreprise. Évidemment, ce droit ne peut être exercé que si les administrateurs se sont assurés que le plan stratégique de l'entreprise en maximise la valeur, particulièrement lorsque son industrie se restructure ou se concentre.
- Les industries protégées : les gouvernements fédéraux et provinciaux devraient alléger les mesures protectionnistes, particulièrement les restrictions sur la propriété étrangère, et ce dans tous les secteurs. Mais la mise en place de ce nouveau cadre devrait être conçue d'une façon à permettre que les Canadiens (et les Québécois) conservent le contrôle d'un nombre suffisant des entreprises de ces secteurs stratégiques, telles les télécommunications ou les banques.

Comme nous l'avons vu, le Québec dégage ses principaux excédents dans les secteurs protégés et sa performance globale négative provient de quelques très grandes transactions. Dès lors, les autorités québécoises doivent s'assurer d'être proactives et de participer aux discussions et tractations qui accompagnent usuellement les transactions majeures. De plus, le gouvernement du Québec devrait suivre étroitement l'évolution du dossier de la protection de propriété au nom de la « sécurité nationale ».

L'économie du Québec repose en partie sur un nombre très restreint de très grandes entreprises qui ont un impact majeur sur l'équilibre économique de la province. Par conséquent, lorsque de telles entreprises font l'objet d'une offre de rachat (comme ce fut le cas pour Alcan), le rôle du gouvernement du Québec est de s'assurer que les intérêts économiques du Québec sont sauvegardés.

Cela pourrait donc inclure:

- Une vigie du gouvernement du Québec pour mieux appréhender la négociation des transactions majeures. Les autorités doivent également porter une plus grande attention à l'émergence des nouveaux joueurs stratégiques du marché du contrôle corporatif tels que les fonds souverains.
- Une présence plus marquée du gouvernement québécois lors de l'examen des investissements étrangers qui a lieu au niveau fédéral.

VOLET OFFENSIF

La meilleure protection contre la main-mise étrangère du contrôle de nos entreprises est la présence d'entreprise dynamique. Ce constat donne lieu à plusieurs pistes de réflexion offensives, qui restent les meilleures avenues de promotion du contrôle québécois. Mais l'économie québécoise compte relativement moins d'entreprises publiques que les autres provinces relativement à son poids dans l'économie canadienne. Le gouvernement doit donc travailler davantage avec les entreprises en place pour favoriser leur croissance et leur expansion géographique.

- D'une façon générale, le gouvernement doit faciliter le passage des moyennes entreprises au statut de grandes entreprises, de même que leur passage de firmes régionales à firmes internationales;
- Sur l'échiquier canadien, la politique actuelle du gouvernement du Québec d'exercer un rôle de leadership pour harmoniser l'espace économique canadien doit être encouragée, voire intensifiée. C'est en tirant tout le potentiel du marché canadien qu'on créera des entreprises de plus grande taille.
- Il en est de même pour les efforts du Québec à l'échelle internationale, et en particulier avec l'Union européenne.

ANNEXE MÉTHODOLOGIQUE

DÉFINITIONS

- Transactions entrantes : achat d'une entreprise québécoise par une entreprise non québécoise
- Transaction sortante : achat d'une entreprise non québécoise par une entreprise québécoise
- Déficit : situation où le nombre / la valeur des transactions entrantes est supérieur au nombre / à la valeur des transactions sortantes
- Surplus : situation où le nombre / la valeur des transactions entrantes est inférieur au nombre / à la valeur des transactions sortantes
- Marché du contrôle corporatif : toute transaction d'un bloc d'actions d'une société publique suffisamment grand pour impliquer un changement dans le contrôle corporatif. Notre approche se base sur la classification de Bloomberg et inclut donc les transactions correspondant à des prises de contrôle, des prises de position majoritaires (>50 %), des privatisations gouvernementales ou des projets de rachat par des sociétés de financement par capitaux propres. La localisation du siège décisionnel (répartition des administrateurs, localisation de la haute direction) a aussi été prise en considération dans le cas de sociétés publiques ayant un actionnariat très diffus.

MÉTHODES

L'analyse est basée sur l'outil de recherche des fusions/acquisitions de Bloomberg pour la période 2002-2007. Certaines informations ont par la suite été complétées à la main concernant les transactions impliquant le Québec et pour lesquelles le code de la province n'était pas précisé.

L'analyse prend uniquement en compte les transactions publiques pour lesquelles les entreprises impliquées sont dans l'obligation de divulguer toute l'information s'y rapportant.

De cette manière, seules les transactions correspondant avec certitude soit à une prise de contrôle par une entreprise québécoise d'une firme basée hors du Québec, soit à une prise de contrôle d'une entreprise québécoise par une firme basée hors du Québec ont été considérées.

Sur la période 2002-2007, toutes les transactions complétées ont été incluses. Les transactions en cours (annoncées mais pas encore complétées) n'ont été considérées que pour l'année 2007.

L'analyse est limitée aux transactions de plus d'un million de dollars américains.

CLASSIFICATION SECTORIELLE : LES CATÉGORIES DE BLOOMBERG

- Services financiers : les banques, les institutions de dépôt et de prêt, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissements, les entreprises du secteur immobilier et les entreprises œuvrant divers services financiers. Au Québec, cela inclut des entreprises comme La Capitale Assurances Générales, SITQ, Power Corporation du Canada, le Mouvement des Caisses Desjardins, la Banque Nationale du Canada et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec.
- Énergie et utilités : les entreprises œuvrant dans l'industrie du pétrole et du gaz (producteurs et distributeurs), du charbon, de l'électricité, du gaz naturel, de l'eau, des pipelines, et des sources d'énergie alternatives. Par exemple, Gaz Métro et Hydro-Québec sont dans ce secteur.
- Matériaux de base : les entreprises d'exploitation minière et forestière, les papetières et les sociétés ayant des activités dans les produits chimiques, le fer et l'acier. Au Québec, Cambior, Alcan, Domtar et Abitibi-Consolidated sont dans ce secteur.
- L'industrie technologique : les sous-secteurs de l'informatique, des logiciels, des semi-conducteurs et de l'équipement de bureau. On y retrouve notamment Groupe CGI, Isacsoft et 20-20 Technologies.
- Biens et services de consommation : entreprises vendant des biens et services aux consommateurs : compagnies aériennes, confection, construction automobile, distribution en gros, loisir, agroalimentaire, logement, textile, jouets et jeux, vente au détail, entreposage, meuble, construction résidentielle, services alimentaires, équipement ménager, agriculture, boisson, biotechnologie, services commerciaux, produits et services de santé, produits ménagers, pharmaceutiques et cosmétiques, soins personnels. Cette industrie très diversifiée inclut des entreprises comme Alimentation Couche Tard, Vêtements de Sport Gildan, Van Houtte, DEQ Systems, Saputo, Transcontinental, Méga Brands, Transat et Garda World Security.
- Biens et services industriel : entreprises vendant des biens et services aux entreprises, hors de la haute technologie et des matériaux de base : aérospatiale, défense, matériaux de construction, composants et équipement électrique, des transports, de la machinerie, de l'électronique, de l'ingénierie, de la construction, des machines outils, de la protection de l'environnement, des métaux de fabrication, du packaging et des conteneurs, du camionnage, et de la construction navale. Au Québec, ce secteur comprend des sociétés comme CAE, Canadien National, SNC Lavalin, Héroux-Devtek et Velan.
- Communications : entreprises du secteur des télécommunications, des médias, de l'internet et de la publicité. Ex : BCE, Pages Jaunes, Cossette, etc.
- Produits diversifiés : entreprises non classées ailleurs.