

UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL

ÉTUDE D'UN CAS D'ACQUISITION HOSTILE

PAR

ANNE-MARIE RÉMILLARD

DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

FACULTÉ DES ARTS ET DES SCIENCES

RAPPORT DE RECHERCHE PRÉSENTÉ À LA FACULTÉ DES ÉTUDES SUPÉRIEURES  
EN VUE DE L'OBTENTION DU GRADE DE  
MAITRISE ES SCIENCES (M.SC.)

AOÛT 1992

Merci au Professeur Michel Poitevin pour les nombreux  
conseils qu'il m'a donnés et la générosité de son temps,  
tout au long de l'année.

Merci également à mon mari Guy Pepin qui m'a  
grandement encouragé et à Cécile Rémillard pour une  
aide précieuse.

## TABLE DES MATIÈRES

|                                 | Page |
|---------------------------------|------|
| INTRODUCTION.....               | 1    |
| REVUE DE LA LITTÉRATURE.....    | 3    |
| DESCRIPTION DES ACTEURS.....    | 24   |
| CHRONOLOGIE DES ÉVÈNEMENTS..... | 32   |
| RÉSULTATS.....                  | 54   |
| CONCLUSION.....                 | 69   |
| BIBLIOGRAPHIE.....              | 70   |

## INTRODUCTION

Ce rapport de recherche a pour but d'étudier un cas de prise de contrôle hostile et de le comparer à des études qui ont examiné les motivations et les sources de gains provenant des prises de contrôle.

Bien qu'il existe plusieurs catégories de prises de contrôle, comme par exemples une simple fusion ou le rachat d'une firme publique par ses gestionnaires ("management buyout" MBO), nous examinerons un cas de prise de contrôle dite hostile, c'est-à-dire, une catégorie où l'offre d'achat d'une "firme-acheteuse" est opposée par les gestionnaires de la "firme-cible".

Nous présentons d'abord une revue de la littérature dans le but d'y découvrir à partir des études sélectionnées, les éléments qui entrent en jeu dans les prises de contrôle et des conséquences qui s'ensuivent. Nous nous attardons particulièrement sur les études de Patry et Poitevin (1991) et Bhagat, Vishny et Shleifer (1989). Ces études présentent des hypothèses qui figurent parmi les plus pertinentes aujourd'hui pour expliquer les primes des actionnaires lors d'une prise de contrôle.

Suite à une quête importante de cas de changement de contrôle au Canada, nous avons identifié et choisi d'étudier une prise de contrôle hostile impliquant Maclean Hunter Limitée comme firme-acheteuse et Selkirk Limitée comme firme-cible. Maclean Hunter Limitée est l'une des cinq plus grandes firmes canadiennes dans le secteur des communications et de la publication alors que Selkirk est une petite firme publique principalement active dans le secteur de la radio et de la télédiffusion. La transaction que nous avons étudiée représente une valeur d'environ 600\$ millions et demeure la plus grande transaction du genre dans le domaine des communications au Canada.

Dans une deuxième étape, nous décrivons plus précisément les acteurs impliqués dans notre cas, afin de mieux comprendre les enjeux. Nous poursuivons notre rapport avec une chronologie détaillée des événements entourant cette prise de contrôle.

Enfin, nous calculons les primes des actionnaires de la firme-cible et de la firme-acheteuse selon un modèle linéaire du marché. Puis, nous analysons les facteurs qui expliquent nos résultats en les reliant aux théories discutées dans notre revue de la littérature. Nous concluons ce rapport en traitant de la motivation de cette prise de contrôle.

Ce rapport s'inscrit dans une démarche qui devrait permettre, à partir d'un plus grand échantillon, d'en arriver à des résultats plus explicites sur les prises de contrôles hostiles.

## REVUE DE LA LITTÉRATURE

### LES PRISES DE CONTRÔLE, UNE ACTIVITÉ QUI GÉNÈRE DES GAINS

Il est aujourd'hui indéniable que les prises de contrôle, en général, sont des activités qui génèrent des gains pour l'ensemble des actionnaires des firmes impliquées.

De 1981 à 1986, l'Office of the Chief Economist (OCE) des États-Unis, évaluait la totalité des gains des actionnaires à 54\$ milliards au-dessus du prix de leurs actions avant une prise de contrôle, tandis que W. T. Grim estimait que les primes payées sur les prix lors de tout changement de contrôle étaient d'environ 118.4\$ milliards (Jarrell, Brickley et Netter, 1988).

Jensen (1988) quant à lui, quantifiait les gains des firmes-cibles pour la période 1977 à 1986 à 346\$ milliards et les gains des firmes acheteuses à plus de 50\$ milliards. Il estimait que ces gains représentaient environ 51% des dividendes payées par toutes les compagnies publiques pour la même période.

De leurs côtés, Bradley, Desai et Kim (1987) ont remarqué que les prises de contrôle réussies augmentaient la valeur combinée des actions de la firme-cible et de la firme-acheteuse de 7 à 8%.

Kaplan (1989) constata que les gains persistaient. Il observa que le revenu d'opération en pourcentage de l'actif ou des ventes, en tenant compte du démantèlement et des acquisitions des compagnies fusionnées, dépassaient de 20% ceux de l'industrie pour les trois années suivant la prise de contrôle. Le "cash flow net" ou revenu net dépassait d'environ 50% celui de l'industrie pour la même période.

## ASYMÉTRIE ENTRE LES GAINS DES FIRMES-CIBLES ET DES FIRMES-ACHETEUSES

Une deuxième constatation d'importance est que les gains des actionnaires des firmes-cibles surpassent les gains des actionnaires des firmes-acheteuses.

De Angelo, De Angelo et Rice (1984) ont estimé des gains de 27% sur un échantillon de fusions de 1973 à 1980. OCE (1985) a observé des gains de 53.2% sur un échantillon de 225 prises de contrôle réussies de 1981 à 1984. Lehn et Poulsen (1987) ont quant à eux, constaté des gains aux actionnaires des firmes-cibles de 21% et de 1 à 2% aux actionnaires des firmes-acheteuses sur un échantillon de 93 "Leveraged Buyouts" (LBO) de 1980 à 1984 (Jarrell, Brickley et Netter, 1988). En 1983, Jensen et Ruback calculèrent des gains anormaux et significatifs de 20% pour les firmes-cibles lors d'offres d'achats (tender offers), et de 4 % pour les firmes- acheteuses. Jensen (1988), en se basant sur ses résultats de 1983 et 1984, et sur ceux de 13 autres études, évalua les gains moyens des firmes-cibles à 30% et ceux des firmes-acheteuses à 4%. Bradley, Desai et Kim (1987) ont également trouvé des gains anormaux de 32% en moyenne pour les firmes-cibles et des gains de 1% en moyenne pour les firmes acheteuses. Asquith, Opler & Weston (1990) ont calculé des gains moyens de 16% pour les firmes-cibles, de -0.45% pour les firmes-acheteuse et de 2.4% pour l'ensemble.

Eckbo (1986) fit une première étude systématique des effets des fusions et des offres publiques d'achat au Canada. Contrairement aux études américaines qui démontraient peu de gains significatifs pour les firmes-acheteuses, il trouva des rendements cumulatifs anormaux de 10.02% (4.5\$ millions) pour les firmes-cibles et de 4.31% (3.9\$ millions) en moyenne pour les firmes-acheteuses.

Patry & Poitevin (1991), auteurs d'une étude plus récente de prises de contrôle

spécifiquement hostiles au Canada pour la période de 1985 à 1989 ont calculé des gains moyens de 35.6% (avec un écart de 20 à 42%) pour les firmes-cibles et de 3.4 % (avec un écart de -10 à 15%) pour les firmes-acheteuses.

### ÉVOLUTION DANS LA DISTRIBUTION DES GAINS

En plus de l'asymétrie constatée entre des gains entre les firmes-cibles et les firmes-acheteuses, Jarrell et Bradley (1980) furent les premiers à remarquer que les gains des firmes-cibles augmentèrent (de 22% à 40%) tandis que ceux des firmes-acheteuses diminuèrent avec le temps.

Asquith, Bruner et Mullins (1983) vinrent confirmer et appuyer cette observation. Ils trouvèrent que les gains des firmes-acheteuses étaient supérieurs de 2.6% antérieurement à 1969.

Bradley, Desai et Kim (1987) constatèrent que le pourcentage des gains des firmes-acheteuses était de +4.09 % pour la période de 1963 à 1968 et de - 2.93% pour la période de 1981 à 1984. Pourtant, le pourcentage des gains des firmes-cibles était de 18.92% pour la période de 1963 à 1968 et de 35.34% pour la période de 1981 à 1984.

## CHANGEMENT DE RÉGLEMENTATION

Le changement dans la distribution des gains entre les firmes-cibles et les firmes-acheteuses fut expliqué en partie par les mêmes auteurs, par un changement de la réglementation.

Le marché des acquisitions a changé depuis 1969 et ce, principalement à cause d'une augmentation de la réglementation sur les prises de contrôle. Antérieurement à 1968, il n'existait aucune réglementation sur les offres d'achats publiques payées comptant. 1968 fut donc l'année du William's Amendment et marqua le début de la réglementation par le Stock Exchange Commission. Cette nouvelle loi obligeait les firmes-acheteuses à divulguer leurs intentions lorsqu'elles prenaient une position de plus de 5% dans une firme publique. En 1978, 36 états américains s'étaient dotés de réglementations quant au sujet des offres publiques d'achats (OPA).

Ces auteurs sont d'avis que la réglementation a augmenté les coûts des transactions des firmes-acheteuses, tout en nécessitant une aide accrue d'experts légaux, financiers et autres. De plus, Eckbo (1986) démontre que l'opposition aux prises de contrôle engendre aussi des coûts importants pour les actionnaires des firmes-cibles qui enregistrent des rendements négatifs anormaux. D'ailleurs, il démontre que des rendements anormaux positifs pour les actionnaires des firmes rivales se confirment, le jour de l'annonce de l'opposition à une prise de contrôle, laissant supposer que les organismes de protection protègent davantage les firmes rivales.

C'est à partir de 1981 que cette tendance se trouve renversée. Premièrement, Bradley, Desai et Kim (1987) remarquent une attitude de laisser-faire dans l'administration Reagan. Pour Jarrell, Brickley and Netter (1988), les années 1980 sont marquées par une

réglementation moins sévère, les organismes "anti-trust" semblant comprendre qu'en temps d'internationalisation des marchés, les intérêts d'un pays sont mieux servis par de plus grandes entités, souvent le résultat d'acquisitions. Les acquisitions verticales et horizontales continuent d'être moins mises en doute. Eckbo (1986) observa que les lois canadiennes étaient elles aussi, plus permissives aux fusions horizontales par rapport aux lois américaines, ce qui expliquait que les gains pour les fimes-acheteuses étaient légèrement plus élevés.

### DÉRÉGLEMENTATION DANS CERTAINES INDUSTRIES

Jarrell, Brickley et Netter (1988) remarquent également qu'une déréglementation dans certaines industries, telles que celles du transport, des services financiers, de la diffusion, du pétrole et du gaz ont affecté les gains. Par exemple, Jensen (1988) calcule que l'industrie du pétrole compte pour 26.3% de toute l'activité de prise de contrôle entre 1981 et 1984, bien que ce secteur ne représente que 13.5% de la valeur des firmes cotées à la bourse. L'industrie de la diffusion, à l'exclusion de la publication, comprend 2.3% de l'action de prise de contrôle mais ne représente que 0.7% de la valeur des firmes cotées à la bourse.

Mise à part la réglementation, Jensen (1986) ajoute un autre facteur, soit le fait que dans plusieurs industries, le nombre de firmes devait diminuer, ce qui se produit souvent lors de prises de contrôle.

## ACCROISSEMENT DE LA TAILLE DES FIRMES-CIBLES

Au fil des années, Bradley, Desai et Kim (1987) remarquèrent une tendance prononcée de l'accroissement de la taille des firmes-cibles victimes de prises de contrôle. Bradley, Desai et Kim démontrèrent que cet accroissement de la taille des firmes-cibles tend à augmenter les rendements anormaux enregistrés par celles-ci. Jarrell, Brickley et Netter (1988) observèrent que le Council of Economic Advisers estime que pour la période de 1981 à 1984, la valeur des fusions et acquisitions fut 48% supérieure à celle de toute autre période de quatre ans durant la fin des années '60 et ce, jusqu'à la fin des années '70.

L'étude d'Asquith, Bruner et Mullins (1983) considère tout particulièrement la taille des parties, lors d'une prise de contrôle. Elle précise que lorsque deux firmes de taille différente se fusionnent, cela affecte la proportion des rendements anormaux chez les deux firmes. Ils ont constaté des gains de 1.7% lorsque l'équité de la firme-cible était moins de 10% de celle de la firme-acheteuse, et des gains de 4.1% lorsque l'équité de la firme-cible était plus de 10% de la firme-acheteuse.

## L'IMPLICATION D'UNE STRATÉGIE DE CROISSANCE PAR ACQUISITION

Asquith, Bruner et Mullins (1983) relevèrent encore un autre aspect méthodologique, de plus en plus important dans le temps et à mesure que les firmes grandissent. Ils remarquent qu'une prise de contrôle fait généralement partie d'une stratégie d'investissement qui englobe plusieurs autres acquisitions. Ils postulèrent que s'il existe une parfaite certitude quant à l'étendue ("scope") d'une stratégie

d'investissement, son "timing" et son succès, la valeur nette actualisée du programme d'acquisition devrait être capitalisée dans le prix de l'action. Or, ils concluent, tout comme Eckbo (1986), que nous devons considérer une telle stratégie, s'il y a lieu, lors de l'évaluation des gains d'une prise de contrôle.

### THÉORIE DE LA SOUS-ÉVALUATION DES FIRMES-CIBLES

Cette dernière proposition sur l'importance d'une stratégie d'investissement va à l'encontre d'une théorie populaire du passé qui soutient que les firmes-cibles sont sous-évaluées par le marché. Autrement dit, le marché boursier est-il myope et sous-évalue-t-il les firmes? Un des principaux arguments contre cette théorie stipule que le prix de l'action des firmes qui réussissent à ne pas être victimes d'une prise de contrôle, retombe au même niveau et voire même en deça du prix antérieur à la tentative de prise de contrôle (Bradley, Desai et Kim, 1983; Jarrell, 1985). De plus, Bhagat, Brickley et Lowenstein (1987) démontrèrent que l'écart des prix (avant et après) l'annonce de la prise de contrôle était beaucoup trop grand pour s'expliquer uniquement par la sous-évaluation au départ de la firme-cible. Quant à Jensen (1988), il explique que la variation des "price earning ratios" à travers les firmes et les industries implique que le marché évaluait davantage les perspectives de croissance des firmes. Enfin, McConnell et Muscarella (1985) démontrent de façon empirique que les prix répondent positivement à l'annonce de dépenses d'investissement qui promettent dans le futur.

## DÉVELOPPEMENT DE TACTIQUES DÉFENSIVES ET INNOVATIONS DANS LE FINANCEMENT

Bradley, Desai et Kim (1987), comme Jarrell, Netter et Brickley (1988), expliquent que le développement de tactiques défensives sophistiquées et l'innovation dans le financement sont des facteurs qui influencent l'évolution des gains.

En ce qui concerne l'innovation dans le financement, nous retrouvons par exemple, les "high yield junk bonds" qui représentaient environ 1/12 de la valeur des acquisitions (Mergers & Acquisitions, 1986).

Quant aux tactiques défensives, de plus en plus de juridictions protègent les firmes qui les utilisent. Les tactiques défensives sont controversées car certains prétendent que les gestionnaires s'en servent pour se libérer des forces du marché. Aussi, il est empiriquement prouvé que lorsque les firmes-cibles demeurent indépendantes, les gains à long-terme se réalisent rarement.

Jarrell, Brickley et Netter (1988) ont distingué deux catégories de tactiques défensives. La première comprend des mesures approuvées dans la majorité des cas par les actionnaires de la firme-cible. Dans cette catégorie, nous retrouvons les "supermajority amendment", les "fair price amendments", la "dual-class recapitalization", les changements d'incorporation ou la réduction des droits de votes cumulatifs.

La tactique de "supermajority amendments" décrit le cas où il faut un minimum de 2/3 des actions pour prendre le contrôle. Cette pratique se voit en régression et on préfère les "fair price amendments". Ceux-ci stipulent que la prise de contrôle doit être approuvée si le prix est juste. Un prix juste par exemple, serait un prix basé sur le plus

haut niveau enregistré à la bourse, au cours d'une certaine période. Jarrell & Poulsen (1987) rapportent une perte non-significative lors de l'introduction de cette tactique. La "dual class recapitalization" décrit le cas où il y a deux classes d'actions ordinaires dont une confère plus de pouvoirs et est généralement détenue par les gestionnaires, tandis que l'autre appartient aux petits investisseurs.

La deuxième catégorie de tactiques défensives, jugée beaucoup plus agressive, comprend "le greenmail, les poison pills et les antitrust amendments". Le "greenmail" représente le cas où les gestionnaires proposent des offres de rachat avec primes aux actionnaires de la firme-acheteuse. Jensen & Ruback (1983) notent que cette tactique est associée à des rendements négatifs significatifs de la firme qui rachète.

Les "poison pills" représentent un mécanisme qui donne le droit aux actionnaires d'une firme-cible d'acheter plus d'actions ou de les vendre à la firme à un prix élevé. Il en résulte que la firme-cible devient économiquement pénalisée et donc moins attrayante. Ryngaert, qui fit l'étude la plus importante sur le sujet, constata que le prix de l'action de la firme-cible enregistrerait des pertes significatives de -0.34% (Jarrell, Brickley et Netter, 1988).

Enfin, Jensen (1988) aborde brièvement les "golden parachutes" qui représentent des contrats prévoyant une grande compensation aux gestionnaires advenant la perte de leur emploi, suite à une prise de contrôle. Il affirme que l'augmentation du prix des actions de 3%, lorsque ces mesures sont adoptées, ne peut être dissociée du fait que le marché anticipe possiblement une prise de contrôle imminente.

En somme, ces auteurs concluent que les tactiques défensives telles que décrites ci-dessus, expliquent un certain recul en général, dans la valeur des gains enregistrés des firmes-cibles.

Par contre, certaines tactiques défensives permettent aux actionnaires de la firme-cible de "magasiner" une meilleure offre. Jarrell (1985) constate que les firmes-cibles qui choisissent de recourir à la justice pour éviter une prise de contrôle par exemple, parviennent généralement à augmenter la valeur de l'offre d'achat et à apporter une valeur maximale aux actionnaires. Les résultats ne sont toutefois valides que dans les cas d'acquisitions réussies.

Les études démontrent généralement que: les conditions qui encouragent plus de compétition affectent davantage les gains que les tactiques défensives. De plus, la compétition favorise les gains des actionnaires des firmes-cibles aux dépens des gains des actionnaires des firmes-acheteuses. Bradley, Desai et Kim (1987) établissent que les gains de la firme-cible qui ont été l'objet de plus d'une offre, sont supérieurs de 20% et jusqu'à 40% par rapport à ceux de la firme-cible, qui a été l'objet d'une seule offre.

### CONCURRENCE DIRECTORIALE

La concurrence pour les ressources corporatives nous amène à discuter de la concurrence des gestionnaires qui motive les prises de contrôle. Les prises de contrôle deviennent alors un moyen pour discipliner les dirigeants dont les gestes vont à l'encontre de la maximisation des rendements des actionnaires. Certaines études s'appuient sur cette théorie de gestion pour justifier les offres publiques d'achat.

Une première théorie explique les prises de contrôle par le fait que les gestionnaires gèrent pour le court-terme plutôt que pour le long-terme, puisqu'ils sont eux-mêmes ainsi évalués. Selon Jarrell, Brickley et Netter (1988), cette théorie peut-être réfutée pour trois raisons principales. Premièrement, plus la part détenue par des institutions (jugées sur leur performance à court terme plutôt qu'à long terme) est grande:

- i) moins élevée est le nombre de prises de contrôle
- ii) plus élevées sont les dépenses en recherche et développement
- iii) plus les prix des actions réagissent positivement à l'annonce d'une augmentation des dépenses en recherche et développement

Morck, Shleifer et Vishny (1990) quant à eux, proposent la théorie que l'incompétence des gestionnaires explique parfois des acquisitions médiocres. Ils déclarent que les firmes-acheteuses qui enregistrent systématiquement des rendements négatifs sont de trois types: une firme-acheteuse qui choisit de se diversifier (-1.89%); une firme-acheteuse qui achète une firme-cible qui croît rapidement (-2.43%) et une firme-acheteuse dont la performance est médiocre antérieurement à l'acquisition (-5.03%). Asquith, Opler & Weston (1990) firent les mêmes observations.

La théorie du "free cash flow" de Jensen (1988) s'inscrit parmi les théories de gestion les plus importantes. Le "free cash flow" est l'argent qui excède lorsque tous les projets d'une valeur nette actualisée positive ont été choisis. Jensen observe un conflit d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Les dirigeants devraient distribuer ce "free cash flow" aux actionnaires afin de maximiser leurs gains. Les dirigeants remarquent dans ce geste, une diminution de ressources sous leur contrôle. Ainsi, ils ont plutôt tendance à investir ce "free cash flow" dans des projets à valeur nette actualisée négative. Jensen argumente donc qu'un marché concurrentiel du contrôle des firmes

limiterait les écarts entre la stratégie des dirigeants et celle qui maximise le gain des actionnaires.

Jensen ajoute que la dette a un effet contrôleur sur les firmes qui ont un "free cash flow" et de pauvres perspectives de croissance, c'est-à-dire des projets à valeur nette actualisée négative. Donc, leur coût d'opportunité est moindre que leur coût de capital, d'où leur tendance à surpayer pour des acquisitions. Il calcule que l'"average debt / equity ratio" des LBO était de 5.25 : 1 en 1986 et suggère que l'endettement excessif occasionne des crises qui exigent des coupures dans les programmes d'investissements ou des démantèlements de divisions moins rentables.

Jensen (1988) affirme que cette théorie se prête bien aux changements vécus dans l'industrie du gaz et du pétrole. À la fin des années '70, les gestionnaires qui faisaient face à une situation ambiguë sur deux plans, ne réussissaient pas à se restructurer sans le marché de capitaux. Malgré une capacité excessive qui pointait vers une diminution des activités d'exploration et forçait les firmes à quitter l'industrie, la hausse des prix générait de gros profits et stimulait les gestionnaires à encourager l'exploration à des coûts au-dessus du coût du capital. L'achat de firmes à la bourse devint moins dispendieux que l'achat du pétrole. Ce phénomène conduisit ainsi les firmes à se restreindre.

D'après Jensen, l'industrie de la diffusion se prête aussi à cette théorie. Son "free cash flow" provient des rentes de ses licences. La réglementation limite l'offre des licences ainsi que le nombre détenu par une seule firme. Cela limite donc les investissements profitables dans l'industrie. Plusieurs firmes auraient dépensé leur "free cash flow" sur des inefficacités organisationnelles et sur des projets de diversification ("CBS debt-for-stock exchange and restructuring as a defense against the hostile Turner bid fits the

theory just like the 35 \$ billions purchase of American Broadcasting Co. by Capital Cities Communications", Jensen 1988).

## LA THÉORIE DE SYNERGIE PROVENANT D'UNE RÉDISTRIBUTION DES RESSOURCES

Ayant regardé divers facteurs et théories qui expliquent en partie les motivations et l'évolution des gains, nous aborderons maintenant une théorie aujourd'hui considérée comme clé. Nous retrouvons essentiellement cette théorie dans l'étude de Patry et Poitevin (1991) et de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989).

Ces auteurs nous proposent la théorie suivante:

Les prises de contrôle présentent un problème d'organisation industrielle. La consolidation d'actifs constitue une motivation principale dans les prises de contrôle récentes, contrairement à la résolution de problème d'organisation interne, de diversification et de "free cash flow". Les prises de contrôle par des firmes sans champ d'activité commun sont rares.

Six différentes sources de gains sont systématiquement étudiées afin de retenir l'énoncé principal de cette théorie: les coupures de personnel, la réduction dans le programme d'investissement, l'appropriation de crédit fiscaux, la motivation stratégique, la revente de certains actifs ("selloffs"), et la revente de la majorité des actifs ("bustups").

### Coupures dans les dépenses de personnel

Pour la majorité des firmes, les coûts de personnel représentent généralement une part importante des dépenses. Une réduction de ces coûts peut prendre trois formes: Premièrement, une coupure de salaire. Brown & Medoff (1988) et Kaplan (1990) n'ont pas constaté que cette mesure justifiait la prime en soi. Brown et Medoff (1988) ne rencontrèrent pas de baisse de salaire moyen par employé. Quant à Kaplan (1990), il proposa que c'était plutôt un changement dans la rémunération des gestionnaires qui expliquait les gains.

L'équité des gestionnaires en pourcentage de l'équité totale, augmentait de 6% avant la prise de contrôle, et à 23% après celle-ci. Deuxièmement, l'appropriation du surplus des régimes de retraite. Pontiff, Shleifer et Weisbach (1988) constatèrent une telle situation dans 10% des cas de prise de contrôle ou 13% des gains (Bhagat, Shleifer, Vishny, 1989). Troisièmement, une coupure dans le nombre du personnel. Selon Jensen (1988), cela augmenterait l'efficacité d'une firme, tout en transférant la richesse implicite dans les contrats d'emploi des employés, aux actionnaires de la firme-acheteuse. Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) calculèrent que les mises à pied justifiaient de 11 à 26% de la prime moyenne et affectaient surtout les cols blancs. Dans quelques cas, les mises à pied représentaient le total de la prime. Patry et Poitevin (1991) constatèrent que les mises à pied justifiaient seulement 3% de la prime. De plus, les mises à pied s'expliquaient davantage par des économies d'échelle, que par l'élimination d'employés rémunérés au-dessus de leur productivité marginale.

### Réduction dans les programmes d'investissements

Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) notèrent des coupures dans les programmes d'investissement dans neuf cas, sur un échantillon de 62. De ce nombre, trois cas représentaient des firmes dans le secteur du pétrole et du gaz. Ils en conclurent que la

théorie du "free cash flow" de Jensen (1986) expliquait les coupures des programmes d'investissement dans certaines industries mais que d'autres facteurs, tels la dérèglementation ainsi qu'un accroissement de l'efficacité devaient également être pris en considération.

Quant à Patry et Poitevin (1991), ils trouvèrent peu d'évidence dans le fait que les coupures d'investissements jouaient un rôle majeur dans les prises de contrôle hostiles.

#### Appropriation de crédits fiscaux

L'appropriation de crédit fiscaux de la firme-cible par la firme-acheteuse proviendrait de trois sources: Premièrement, l'appropriation de "pool" de taxes. Deuxièmement, la redépréciation des actifs acquis bien qu'il y ait une taxe sur le gain de capital lors de leur achat ou de leur revente. Troisièmement, une augmentation de la dette et des paiements d'intérêts qui sont déductibles d'impôt, d'une firme sous-financée. En comparant un échantillon de firmes fusionnées à un échantillon de firmes non-fusionnées, Auerbach et Reishus (1988) constatent que cette dernière mesure ne pouvait être un facteur important dans l'explication des prises de contrôle.

Dans 19 cas sur 62, Bhagat, Vishny et Shleifer suggérèrent que l'appropriation de taxes expliquerait possiblement les primes payées autant que les coupures de personnel.

Sur une valeur totale d'acquisitions de 10.1\$ milliards, représentant dix prises de contrôle hostiles, Patry et Poitevin (1991) ont estimé qu'environ 5 à 6\$ milliards représentaient une dette à long terme. La firme-cible était sous-financée dans un cas et permettait ainsi à la firme-acheteuse d'atteindre un ratio de dette/équité optimal.

Dans un deuxième cas, un "tax pool" important attirait la firme-acheteuse qui subséquemment, se départait des actifs de la firme-cible. Poitevin et Patry (1990) en conclurent que les taxes ne pouvaient être une source principale de gains.

Par contre, Kaplan (1989), sur un échantillon de 76 prises de contrôle, constate que la limite inférieure et la limite supérieure de la médiane des bénéfices fiscaux en pourcentage des gains étaient de 21% et 143% respectivement. Il en conclut que les bénéfices fiscaux représentent une source importante de gains lors des prises de contrôle.

#### Motivations stratégiques et Revente d'actifs

Patry et Poitevin (1991) et Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) affirment que les prises de contrôle hostiles sont principalement motivées par des raisons stratégiques. Nous résumons au tableau 1 suivant la distribution des actifs selon l'échantillon de Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) et celui de Patry et Poitevin (1991):

(voir tableau page suivante)

Tableau 1DISTRIBUTION DES ACTIFS

|  |                    |
|--|--------------------|
| Valeur totale des prises de contrôle hostile<br>de l'échantillon de Bhagat, Vishny et Shleifer | 108, 459 milliards |
| Actif des firmes-cibles qui restèrent indépendantes  | 39,7 milliards     |
| Actif transigé   | 68,7 100%          |
| Actif aboutissant auprès d'acheteurs stratégiques  | 72%                |
| sans revente   | 38%                |
| incluant une revente   | 34%                |
| Actif aboutissant auprès de MBO  | 15%                |
| Actif aboutissant auprès d'acheteurs non-stratégiques  | 10%                |
| Autres   | 3%                 |

Source: Bhagat, Vishny et Shleifer (1989)

DISTRIBUTION DES ACTIFS PAR TYPE DE FIRME-ACHETEUSE

| Conglomérat | Verticale | Horizontale | Autres |      |
|-------------|-----------|-------------|--------|------|
| Acquisition | 44.5      | 8.6         | 44.4   | 2.5% |
| Finale      | 19.1      | 6.9         | 70.7   | 3.4  |

Source: Patry et Poitevin (1991)

Sur 69\$ milliards d'actifs transigés (incluant les actifs acquis et revendus), Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) ont estimé que 72% (ou 41 cas sur 62) se sont retrouvés dans les mains de firmes ayant le même champ d'activité. Dans 34 cas sur 62, la firme-acheteuse s'intéressait à la majorité des actifs de la firme-cible.

Trente pour cent (30%) du prix des acquisitions représentait la valeur des actifs revendus. Par ailleurs, les firmes qui avaient financé une large part de leur acquisition avaient

enregistré un désinvestissement d'environ 43.5% du prix par rapport à 28.1% pour les firmes qui n'encouraient aucune dette. Cette constatation amena Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) à proposer que l'endettement des firmes-acheteuses encourageait le désinvestissement. Bien que dans 20 cas sur 60, aucune revente ne fut identifiée, dans 17 cas, elle permit de récupérer plus de la moitié du prix. Ces derniers cas furent qualifiés de "bustups". Dans la moitié des "bustups", la firme-acheteuse conservait un actif précis de la firme-cible et dans l'autre, elle revendait la majeure partie des actifs à des firmes stratégiques.

En ce qui concerne l'étude de cas canadiens de Patry et Poitevin (1991), 44.5% des actifs transigés furent acquis par un conglomérat: 8.6 % par des compagnies "verticales", 44.4% par des firmes "horizontales" et 2.5 % de part et d'autres. Leurs résultats ont démontré que les acquisitions horizontales sont des facteurs majeurs dans les prises de contrôle. Cette constatation devient encore plus évidente lorsque l'on étudie la distribution des actifs une fois leur revente terminée. Les conglomérats obtiennent 19.1% des actifs, les firmes horizontales 70.7%, les firmes verticales 6% et les autres, ce qu'il en reste. Donc les firmes verticales et horizontales aboutissent avec 3/4 des actifs, ce qui contredit l'hypothèse de Jensen (1988), qui stipule que la concentration n'augmente pas suite aux prises de contrôle. Notons aussi que dans trois cas sur dix, la revente de 3/4 des nouveaux actifs génèrent plus que le coût total de la prise de contrôle.

Comme Bhagat, Vishny et Shleifer (1989), Poitevin & Patry (1991) concluent d'une part que la revente d'actifs est une conséquence importante des prises de contrôle hostiles, et que, d'autre part, elle sert principalement à redistribuer les ressources parmi les firmes ayant le même champ d'activité. Cela a pour effet d'augmenter la concentration des actifs sous leur contrôle. La consolidation d'actifs est donc centrale au processus d'acquisition.

### Synergies

Le fait qu'un pourcentage si élevé d'actifs aboutisse finalement dans les mains d'acheteurs ayant le même champ d'activités, constitue là une preuve que la motivation principale pour les prises de contrôle hostiles est une motivation stratégique. Lorsque les firmes impliquées possèdent le même champ d'activités, les gains générés par les prises de contrôle sont attribués à une synergie. Cette théorie enchaîne donc que l'acquisition stratégique augmente par synergie l'efficacité de la firme acheteuse.

Parmi les sources de synergies possibles, les études mentionnent les suivantes: une réduction dans les coûts de production, de distribution, de marketing, de recherche et développement ou d'administration par des économies d'échelle; une intégration verticale; l'adoption de méthodes plus efficaces; une meilleure utilisation de l'organisation et une réduction des coûts de "surveillance" des gestionnaires ("agency costs"). Jusqu'à ce jour, aucune étude n'a identifié de façon systématique les sources spécifiques de synergie.

Ce concept de synergie peut également inclure un accroissement du pouvoir de marché de la firme-acheteuse. Les prises de contrôle sont souvent contestées par les firmes-cibles et les firmes rivales qui prétendent qu'elles réduisent la concurrence et créent des pouvoirs de monopole. Stillman (1983) et Eckbo (1986) réfutent l'hypothèse que les prises de contrôle accordent plus de pouvoir de marché. Par pouvoir de marché, ils entendent qu'elles permettent d'augmenter les prix des produits ou des services dans le marché, favorisant par le fait même, la concurrence. Donc, si les concurrents peuvent augmenter leurs prix, la valeur de leur équité se trouve elle aussi à augmenter. Stillman (1983) et Eckbo (1986) ne constatèrent aucun rendement significatif anormal chez les firmes rivales lors de l'annonce d'une fusion.

En résumé, les études de Patry et Poitevin (1991) et Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) soutiennent la thèse que les prises de contrôle hostiles sont principalement motivées par des raisons stratégiques. De plus, elles présentent un mécanisme qui amène une redistribution des ressources dans le but de créer et d'exploiter des synergies afin d'augmenter l'efficacité ou l'efficience des firmes.

## DESCRIPTION DES ACTEURS

### LA FIRME "ACHETEUSE": MACLEAN HUNTER LIMITÉE

Maclean Hunter Ltée se situe au quatrième rang en terme de revenus nets, parmi les cinq grandes compagnies publiques canadiennes dans la catégorie des médias et des communications à la Bourse de Toronto, (90,3\$ millions), suivie de Thomson (497,4\$ millions), Torstar (95,3\$ millions), Southam (91,2\$ millions), qui précèdent Hollinger (73,1\$ millions). Maclean Hunter se situe au troisième rang en terme de valeur d'actifs (1,779,6\$ millions), suivi de Thomson (8,057,4\$ millions), et Southam (1,409,1\$ millions).

Maclean Hunter Ltée représente une compagnie bien diversifiée géographiquement comme par secteurs dans l'industrie des communications. En 1988, la majeure partie de ses activités étaient localisées au Canada (71% des revenus). Quant à la différence, elle se localisait aux États-Unis (26%) et en Europe (3%). La compagnie se caractérise par une stratégie d'acquisitions ou de "green field projects" afin de s'assurer une croissance à long terme.

Tableau 2 Distribution des revenus par secteurs d'activités  
Maclean Hunter

| <u>1988:</u>                            | <u>Revenus</u>     | <u>Revenus après dépenses d'opérations</u> |
|---|--------------------|--|
| Périodiques                             | 26%                | 16%  |
| Imprimerie commerciale<br>et d'affaires | 26%                | 19%  |
| Journaux                                | 21%                | 14%  |
| Câblodiffusion                          | 17%                | 40%  |
| Radio et télédiffusion                  | 6%                 | 7%   |
| Autres                                  | 5%                 | 4%   |
| <u>TOTAL:</u>                           | 1,302,1\$ millions | 261,5\$ millions                           |

Les périodiques représentent le champ d'activités traditionnel de Maclean Hunter. Cela représente un secteur cyclique où les profits sont reliés aux revenus de la publicité. Pour contrer légèrement cette tendance, Maclean Hunter a mis l'emphase sur des revues d'abonnement et sur des magazines professionnels.

Bien que l'industrie de l'imprimerie souffre de surcapacité, les marges de profits de Maclean Hunter en sont partiellement à l'abri. Les facteurs qui justifient cette affirmation sont: une production de haute gamme et une intégration verticale de la compagnie.

Dans le secteur des journaux, la division de Maclean Hunter comprend essentiellement une participation de 62% dans le Toronto Sun Publishing. Ce quotidien torontois contribuait jusqu'à 83% des revenus d'opérations avant l'acquisition du Financial Post en 1987 et le lancement de ce dernier comme quotidien en février 1988. L'autre source des revenus d'opérations provient de divers quotidiens publiés à Toronto, Edmonton,

Calgary, et Ottawa depuis 1988. Cette division croît par acquisitions et/ou lancements dans de nouveaux marchés.

Suite à l'acquisition de Selkirk, Maclean Hunter opérait une station de télévision (CFCF-affiliée au réseau CTV, diffusant à Calgary et Lethbridge) ainsi que 22 stations radiophoniques. Ceci demeure également un secteur d'activités cyclique.

Enfin, ce sont les réseaux de câble qui forment l'atout le plus important de Maclean Hunter. Ce domaine représente un secteur stable et à l'épreuve des récessions. Malgré que le secteur soit réglementé et que le marché tend à être mature, les firmes de l'industrie jouissent d'une bonne marge de profits. La croissance souhaitée se produit nécessairement par acquisitions.

Les réseaux de câble de Selkirk en Floride et à Ottawa représentaient les actifs qui intéressaient Maclean Hunter dans l'acquisition de Selkirk. Puisque les marges de profits d'opérations de Maclean étaient de l'ordre de 35%, et que les marges de Selkirk étaient d'environ 25%, Maclean Hunter croyait être en mesure d'augmenter les marges et de profiter des résultats en éliminant certains frais fixes.

Tableau 3

Évolution des revenus  
Maclean Hunter

|  | ('000s)         |                 |                 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
|  | <u>1988</u>     | <u>1989</u>     | <u>1990</u>     |
| Revenus  | 1,302,100,000\$ | 1,426,200,000\$ | 1,536,000,000\$ |
| Revenus d'opérations   | 261,500,000\$   | 273,800,000\$   | 281,800,000\$   |
| Revenus  | 96,000,000\$    | 90,300,000\$    | 54,700,000\$    |
| (après intérêts, dépréciation, taxes mais avant "non-recurring" items) |                 |                 |                 |
| Revenus nets   | 97,300,000\$    | 92,200,000\$    | 20,700,000\$    |
| #Actions ordinaires*   | 183,878,523     | 186,895,221     | 188,681,250     |
| Revenus par action   | 0.62            | 0.58            | 0.35            |

\* (Maclean Hunter Ltée détient environ 18% de celles-ci)

Les revenus ont graduellement augmenté de 1988 à 1990. Il est important de noter que la division des réseaux de câble représentait 56% des revenus d'opération en 1990, comparativement à 44% en 1989 et 40% en 1988.

Les revenus, après intérêts, dépréciation et taxes mais avant "non-recurring items" furent principalement affectés par une augmentation importante d'année en année, des dépenses d'intérêts (17,000,000\$ en 1988, 33,000,000\$ en 1989, et 81,600,000\$ en 1990) et d'une augmentation moindre des dépenses de dépréciation. Ces augmentations furent tempérées par une diminution de taxes.

Enfin, ce furent les revenus nets qui subirent la plus grande fluctuation, et cela dû en majeure partie, à l'acquisition de Selkirk. Suite à la revente d'actifs en 1989, des gains augmentèrent le revenu par action tandis qu'un "writedown" de 34,200,000\$ en 1990, ainsi qu'une conjoncture économique plus difficile le diminuèrent considérablement.

**LA FIRME-"CIBLE": SELKIRK COMMUNICATIONS LIMITÉE**

Selkirk Communications est une firme qui possède environ 180\$ millions de revenus et 247\$ millions d'actifs (1987).

Cette firme opérait des stations de radio et de télévision ainsi que des systèmes de câblodiffusion. Elle était active dans le marketing de publicités destinées à la radio et à la télévision ("broadcast advertising"), principalement au Canada (74%), et aux États-Unis (26%).

| Tableau 4    | Distribution des revenus par secteurs<br>Selkirk |                             |              |
|--------------|--|-----------------------------|--------------|
|              | <u>Revenus</u>                                   | <u>Revenus d'opérations</u> |              |
|              | <u>1987</u>                                      | <u>1987</u>                 | <u>1986</u>  |
| Télévision   | 38%  | 57%                         | 41%          |
| Radio        | 17%  | 16%                         | 18%          |
| Câblosystème | 27%  | 83%                         | 55%          |
| Autres       | 18%  | (56%)                       | (14%)        |
| <u>TOTAL</u> | 180,000,000\$                                    | 29,751,000\$                | 34,946,000\$ |

La division de télévision de Selkirk comprenait CHCH-TV à Hamilton, CFAC-TV à Calgary ainsi que CFAC-TV à Lethbridge. Par ailleurs, il y avait une participation de 50% dans la Okanagan Valley TV Co. Ltd et de 41.3% dans la British Columbia Broadcasting Co. Ltd. CHCH-TV à Hamilton figurait comme le joyau de Selkirk. Bien

qu'affiliée au réseau CTV, selon plusieurs analystes, cette station souffrait d'une programmation sans éclat aux heures de pointe et d'un manque d'auditeurs. Pendant l'année en cours, comparativement à la période précédente, la croissance des revenus d'opérations et des revenus nets fut de l'ordre de 5%. Malgré qu'une meilleure conjoncture régionale en Alberta permit une forte hausse de revenus nets, elle fut neutralisée. Les causes: les acquisitions d'émissions ainsi qu'une augmentation des dépenses locales de production de CHCH-TV.

La division des câblosystèmes était constituée de 123,700 abonnés (en 1987) à Ottawa dont 19% possédaient un poste de télévision payante (service introduit en 1987). Dans l'état de Floride, on retrouvait plus de 70,100 abonnés (sur un potentiel de 132,000) dont 83% étaient déjà abonnés à un service de télévision payante.

Puisqu'en 1987 les revenus d'opérations et les revenus nets ont connu une augmentation d'environ 10% par rapport à l'année précédente, nous devons souligner que les revenus d'Ottawa quant à eux, augmentèrent de 30% par rapport à 1986. Cette augmentation était due à une hausse de tarifs, approuvée pour compenser la hausse de coûts d'opérations et l'expansion d'installations industrielles. Aussi, notons qu'une nouvelle politique de déréglementation en Floride, permit à Selkirk d'établir ses propres tarifs et donc, de concurrencer selon les règles du marché.

C'est en 1986 que la division de la câblodiffusion acheta les actifs et les opérations du Electronic News Group Inc. Ces activités permirent la formation de Seltech. Cette dernière distribuait, via satellites, des programmes de radio, nouvelles, données financières à d'autres diffuseurs et clients. En 1987, la division de la câblodiffusion vendit à son partenaire Cablecasting, sa participation de 50% dans la Greater Winnipeg Cablevision Limited, pour 16\$ millions.

Selkirk détenait 14 stations de radio dont sept du réseau FM: CJOC-FM et CILA-FM à Lethbridge; CJPR à Blairmore en Alberta; CJEV en Colombie-Britannique; CFAC et sa filiale CFHC à Calgary; CJAC-FM et CIRK-FM à Edmonton; CFGP à Grande Prairie en Alberta; CJIB à Vernon en Colombie-Britannique; CJVI à Victoria en Colombie-Britannique, CKWX-FM et CKKS-FM à Vancouver et CFNY-FM à Toronto. Notons que les revenus d'opérations étaient affectés par une tendance marquée dans l'industrie pour le groupe d'annonceurs et d'auditeurs chez les stations FM plutôt qu'envers les stations AM. En 1988, cette division de Selkirk désirait acquérir CKVL et CKOI à Montréal. Cette transaction nécessitait l'approbation du CRTC.

Selkirk possédait également une compagnie nommée All Canada Radio & Television, une compagnie active dans la vente de publicités. Elle représente des stations de radio dans 91 marchés et des stations de télévision dans 13 marchés, localisées à travers le pays. De plus, cette division a acquis la firme Seltel, dans le même secteur d'activités, aux États-Unis. Cette dernière, toujours en quête de s'implanter dans 24 des 50 meilleurs marchés aux États-Unis, occasionnait d'importantes pertes.

Parmi les autres opérations, nous retrouvons essentiellement une participation de 7.5% dans le Canadian Satellite Communications qui diffuse des signaux de radio et de télévision aux communautés éloignées. Également, nous retrouvons les récentes acquisitions de Selkirk qui furent Magnetic North et Magnetic Fax, au deuxième trimestre de 1988. Selkirk produisait aussi certains programmes de radio et de télévision destinés à la revente.

Tableau 5

Évolution des revenus  
Selkirk

('000s)

|   | <u>1986</u>   | <u>1987</u>   | <u>1988 (1er semestre )</u> |
|---|---------------|---------------|-----------------------------|
| Revenus   | 174,026,000\$ | 180,000,000\$ | 95,722,000\$                |
| Revenus d'opérations                                | 34,946,000\$  | 29,751,000\$  | 17,048,000\$                |
| Revenus après<br>dépréciation, intérêts<br>et taxes | 11,301,000\$  | 3,672,000\$   | 6,249,000\$                 |
| Items extraordinaires                               | 1,119,000\$   | 12,980,000\$  |                             |
| Revenus nets  | 12,420,000\$  | 16,580,000\$  | 6,249,000\$                 |
| # D'actions*  |               |               |                             |
| A   | 10,727,871    | 10,816,398    | 10,820,413                  |
| B   | 2,000         | 2,000         | 2,000                       |
| Revenus par action                                  | 1.06          | 0.34          | 0.53                        |

\* En janvier 1988, le principal actionnaire était Southam Inc. Elle détenait 20% des actions votantes de classe B et 47.3% des actions non-votantes de classe A. Huit autres actionnaires principaux détenaient chacun 10% du reste des actions de classe B votantes et formaient le Conseil, accompagnés de deux dirigeants de Southam.

En 1987, les revenus, après dépréciation, intérêts et taxes, auraient été de 8,172\$ millions s'il n'y avait eu les dépenses de 4,5\$ millions, occasionnées par les frais de compensation pour congédiements (+2 millions) moins 0.7\$ millions de taxes, d'un "writedown" de l'inventaire (2.1\$ millions) moins 1.9\$ million de taxes et d'une provision pour pertes encourues aux États-Unis (1.1\$ million).

En 1987, les items extraordinaires vinrent rétablir les revenus nets, en raison d'un gain provenant de la vente de Greater Winnipeg Cablevision.

L'utilisation "d'operating loss carryforwards", de gains sur la vente de division, la vente de parts (telle qu'une division en Grande Bretagne en 1986, les parts dans le Canadian Satellite Co. en 1985, ou TOCOM en 1983 et 1984), ainsi que diverses taxes s'y rapportant, sont fréquentes dans les états financiers de Selkirk et favorisent le "bottom line" en dépit d'une performance historiquement inégale.

## CHRONOLOGIE DES ÉVÉNEMENTS

A l'automne de 1987, Selkirk avait déjà attiré l'attention de Rogers Communications Inc. et de Cablecasting de Toronto, pourtant Southam avait refusé de vendre sa part des actions, soit 47% à 35\$ l'action.

### Le 4 octobre 1988

Southam aurait maintenant approché Maclean Hunter, en plus de Rogers Communications Inc., pour lui vendre son bloc d'actions. Les journaux ne révèlent pas s'il s'agissait là d'une deuxième proposition à Rogers Communications Inc.

### Le 21 octobre 1988

Le Globe and Mail et le Financial Post rapportaient que Maclean Hunter avait fait une offre de 540\$ millions pour Selkirk Communications. L'élément déclencheur était la proposition de Southam Inc. dans l'ultime but de vendre son bloc à Maclean Hunter, soit 47% de ses actions de classe A et 20% de ses actions de classe B. Maclean Hunter offrait 45\$ pour chacune des 12 millions d'actions non-votantes et 5\$ pour chacune des 2000 autres actions privées de classe B. Maclean Hunter demandait également l'annulation d'une entente de vote parmi les huit directeurs indépendants ne provenant pas de Southam. Chaque directeur contrôlait environ 10% des actions de classe B qui, à leur tour, contrôlaient les licences de communication. Cela aurait permis à Maclean Hunter de détenir le pouvoir du Conseil.

L'offre pour les actions de classe A n'était pas conditionnelle à l'approbation du CRTC mais le transfert des actions votantes de classe B devait quant à lui, être approuvé par les directeurs et le CRTC. D'autre part, Maclean Hunter ne serait pas dans l'obligation de commencer à payer pour les actions avant que les directeurs de Selkirk aient décidé de lui céder 80% des actions votantes qu'ils détenaient.

La caractéristique la plus alléchante de cette offre d'achat était que Maclean Hunter payait pour les actions de classe A en argent comptant et ce, même avant que le CRTC ait approuvé ou refusé l'offre - ce que Rogers jugeait trop risqué. Si le CRTC refusait, Maclean Hunter devrait revendre immédiatement ces 540\$ millions d'actions.

La décision acceptée, l'offre de Maclean Hunter devait être prise dans un délai de 20 jours. Maclean Hunter se réservait le droit de refuser d'agir sur sa propre proposition. Parallèlement, Southam se réservait le privilège de retirer ses actions de la vente si une offre plus intéressante devait se présenter.

Le président de Maclean Hunter admettait qu'il voulait mettre la main sur "une ou deux divisions particulières et se débarrasser du reste".

Le Financial Times of Canada du 7 novembre 1988 explique que les licences de radio et de télévision constituent de rares commodités au Canada et que par conséquent, la compétition est rigoureuse. Parmi les autres joueurs possibles mentionnés dans les journaux, nous retrouvons les compagnies telles Hollinger Inc. de Conrad Black, Standard Broadcasting, Power Corporation de Montréal, Rogers Communications, Imasco Inc., John Labatt Ltd et la famille Belzberg de First City.

Le 11 novembre 1988

Selon les règlements de l'Ontario Stock Exchange Commission, les directeurs d'une firme-cible doivent émettre un communiqué dans les dix jours qui suivent une offre, ce que fit Selkirk. Ce dernier avisa les investisseurs de Selkirk de ne pas offrir leurs actions à Maclean Hunter avant d'avoir reçu une autre recommandation qui leur parviendrait au moins sept jours avant la date finale de l'offre de Maclean Hunter, soit le 23 novembre. Les directeurs avisèrent les investisseurs qu'ils en étaient à étudier d'autres alternatives avec Wood Gundy, telles que des offres concurrentielles, une réorganisation ou fusion de Selkirk avec ses subsidiaires, un changement matériel de sa capitalisation ou de sa politique de dividendes (a poison pill...), le rachat de ses propres actions, et la vente ou l'achat d'autres actifs.

Toujours le 11 novembre, le Globe and Mail rapportait que Selkirk discutait d'autres alternatives avec certains autres partis intéressés. Le Globe and Mail ajoutait que Selkirk semblait vouloir acheter du temps afin de trouver un "white knight". Québecor Inc. et Rogers se disaient également intéressés s'il y avait consortium. Une semaine plus tard, les investisseurs, en attente d'une autre offre, avaient augmenté le prix de l'action à 47\$ .

Le 15 novembre 1988

Maclean Hunter publiait dans sa circulaire d'offre, qu'advenant la prise de possession de 90% des actions de classe A non-votantes, elle forcerait le reste des actionnaires à leur vendre leurs actions selon une disposition du Business Corporations'Act de l'Ontario. Selkirk répliqua que l'article de loi en question avait trait aux actions votantes et qu'il y avait des doutes que Maclean Hunter réussisse. Maclean Hunter avertissait indirectement Selkirk contre une défense incluant la vente ou l'achat d'actifs ou une réorganisation. De plus, Maclean Hunter annonçait que Southam s'était engagé

à utiliser la clause "use in reasonable endeavors" pour que Selkirk n'établisse pas de changements matériels avant la décision du CRTC. Plus spécifiquement, un changement matériel se définissait comme vente ou achat d'actifs de plus de 10\$ millions pour une partie ou de 20\$ millions pour la totalité.

La semaine du 21 novembre 1988

Plusieurs s'inquiétaient du manque d'offre concurrentielle. Rogers et Cablecasting auraient démontré de l'intérêt mais rien de concret n'était apparu.

Selon le Times du 18 novembre, Wood Gundy aurait demandé 55\$ l'action à Maclean Hunter, de la part de Selkirk.

Le 22 novembre 1988

Maclean Hunter aurait payé à Southam la part qu'elle détenait dans Selkirk, soit 47% des actions de classe A et 20% des actions de classe B pour un total de 280\$ millions (45\$ l'action de classe A) .

Selon le Times du 7 novembre 1988, Southam utiliserait les fonds pour augmenter ses profits dans quatre divisions majeures: les journaux, l'information d'affaires, l'imprimerie et ses magasins Coles Book Stores. De plus, l'argent allait permettre à Southam de se protéger contre toute prise de contrôle, telle que celle prévue par Torstar d'ici 1995.

Selon le Times du 7 novembre 1988, Southam aurait décidé de vendre sa part dans Selkirk suite à un jugement hors Cour, dans lequel le gouvernement fédéral aurait contesté l'échange d'actions entre Southam et Torstar. Southam se trouvait donc dans une position précaire pour conserver le contrôle de sa compagnie. Le 30 novembre

1988, le Financial Post rapportait qu'une lettre de Southam, datée du 4 novembre, avisait ses employés que le gouvernement fédéral permettrait à Torstar ou à une autre compagnie de prendre le contrôle de la compagnie Southam à partir de juin 1990. Les employés détenant 3.5% des actions ou 2.2 millions des 63 millions d'actions "outstanding" se dirent prêts à maintenir leurs actions. De plus, les employés pouvaient acheter les actions grâce à un prêt sans intérêt de la compagnie et à 5% de rabais sur le prix du marché. Ce programme mis sur pied par Southam coûterait environ 7\$ millions. Le total du prêt fut haussé de 25\$ millions à 35\$ millions, bien que la période de remboursement ait été réduite de cinq ans à trois ans. Southam avait également impliqué qu'à long terme, il y aurait possibilité de dividendes plus élevées.

Le 23 novembre 1988

Le Globe and Mail rapporta que les directeurs indépendants de Selkirk avaient persuadé Maclean Hunter d'augmenter son prix et cela, même si aucun autre acheteur potentiel ne s'était présenté. La fluctuation était de 540\$ à 598\$ millions (soit de 45\$ à 49.50\$ l'action pour 12 millions d'actions non-votantes de classe A) et d'échanger leurs votes, soit 80% des actions votantes de classe B. Rappelons que les directeurs contrôlaient les licences de communications par leurs actions. Enfin, les directeurs se disaient prêts d'échanger leur contrôle, soit 80% des actions votantes de classe B et à recommander à tous les actionnaires de Selkirk de soumissionner leurs actions à Maclean Hunter, au prix révisé d'ici la nouvelle date d'expiration de l'offre, c'est-à-dire le 2 décembre 1988.

Suite à cette nouvelle offre, David Graham, principal actionnaire de Cablecasting Ltd, et figurant parmi les concurrents potentiels, annonça qu'il ne ferait aucune offre.

Le 24 novembre 1988

Le responsable de la concurrence du gouvernement fédéral au département de la consommation et des affaires corporatives déclara que son département ne s'opposerait pas à la prise de contrôle. Cette décision reposait sur le fait que Maclean Hunter s'engageait à vendre une de chacune des deux stations de télévision concurrentielles (deux à Calgary et deux à Lethbridge) ainsi qu'une des deux stations de radio à Calgary et à Edmonton. M. Furse, CFO de Maclean Hunter prévoyait que la vente de ces actifs rapporterait de 100\$ à 200\$ millions.

Le 29 novembre 1988

Le Financial Post déclarait que CFCN et CFAC valaient au moins 50\$ millions chacun et que les intéressés pourraient être nombreux. Sur la liste, figuraient entre autres, Western International Communications Ltd (WIC) de Vancouver, CanWest Communications Corporation de Winnipeg et Allarcom Ltd d'Edmonton, de même que Rogers Communications Inc. et Global Communications Ltd de Toronto.

Il est intéressant de noter que le président de Selkirk, M. G. Meadows, prit un congé sans solde, en accord commun avec le comité de directeurs. Nommé au poste de président par Southam depuis à peine un an, il avait débuté un redressement de la compagnie et augmenté ses profits. En fait, il avait plus que doublé ces derniers (79%) à 6.2\$ millions par rapport au premier semestre de 1987. La rumeur voulait que M. Meadows tentait de mettre sur pied un groupe pour acheter Selkirk. Quand vint l'offre de Southam, le 4 octobre, ses plans se trouvèrent alors bousculés. M. Meadows avec M. O'Brien, le Vice-Président des réseaux de câble et communications, auraient réussi à financer une offre de près de 40\$ l'action.

Cependant, l'offre de Maclean Hunter limitait leur temps et dépassait leurs ressources disponibles. De plus, l'annonce que Southam acceptait de vendre tout son bloc d'actions à Maclean Hunter, le 21 octobre, donnait le coup mortel au projet.

Selon le Times, un consortium composé de Western International Communications Ltd, Cablecasting Ltd et Standard Broadcasting, auraient également été dans la course, voire même avec une certaine avance. Leur offre n'aurait pu se concrétiser, en raison d'une dispute au sujet du partage des actifs des propriétés dans l'ouest.

Le 30 novembre 1988

Fin de la première offre de Maclean Hunter.

Le 2 décembre 1988

Date d'expiration de la nouvelle offre. Le Financial Post rapportait que Maclean Hunter détenait maintenant 10,241,160 actions ou 90.2% des actions de classe A de Selkirk.

Le 28 décembre 1988

Selon le Financial Post, Maclean Hunter était maintenant prête à vendre plusieurs des intérêts de Selkirk à Western International Communications (WIC) pour 217.5\$ millions. WIC voulait acquérir CFAC-TV de Calgary et de Lethbridge ainsi que les intérêts de Selkirk dans British Columbia Broadcasting Co. Ltd (41%), dans Okanagan Valley Television Co. Ltd (50%), en plus de CJCA-AM et CIRK-FM d'Edmonton.

À ses débuts, WIC s'intéressait à CFCN-TV, une station affiliée à CTV. Cependant, Maclean Hunter décida de ne pas lui vendre CFCN-TV mais plutôt d'offrir CFAC car elle croyait que même si cette dernière jouissait d'une meilleure cote d'écoute, à long terme, la station CFCN deviendrait plus rentable puisqu'elle serait affiliée à CTV.

Cette revente devait être approuvée par le CRTC.

Avec toutes ces transactions, WIC obtiendrait 100% des cinq stations de télévision:

CHAN-TV (Vancouver)  
 CHEK-TV (Victoria)  
 CHBC-TV (Kelowna)  
 CFAC-TV (Calgary et Lethbridge)

M. Osborne, président de Maclean Hunter, révéla qu'il y aurait possiblement d'autres intérêts à vendre puisque Maclean Hunter s'intéressait au réseau de câble de Selkirk à Fort Lauderdale en Floride, à Ottawa et CFNY-FM à Toronto. Le Globe and Mail rapportait qu'il resterait encore à Maclean Hunter quelques petites stations de radio en Colombie-Britannique et qu'il ne resterait que l'une des stations de radio de Maclean Hunter ou de Selkirk à vendre pour s'en tenir aux règlements du CRTC.

Le 6 janvier 1989

D'après le Financial Post, Rogers Communications aurait voulu acheter pour 24.5\$ millions, argent comptant, 11 stations radiophoniques de la Colombie-Britannique et de l'Alberta. Ces stations appartenaient jadis à Selkirk Communications Ltd.

Les 11 stations étaient les suivantes:

|   |              |
|---|--------------|
| CJVI-AM   | (Victoria)   |
| CKWX-AM et CKKS-FM                                      | (Vancouver)  |
| CJEV-AM   | (Elkford)    |
| CJIB-AM   | (Vernon)     |
| CFAC-AM   | (Calgary)    |
| CJOC AM et CILA-FM                                      | (Lethbridge) |
| CJPR-AM   | (Blairmore)  |
| CFHC-AM (Canmore et Banff) et CFGP-AM (Grande-Prairies) |              |

Cette revente était également soumise à l'approbation du CRTC. Le même article affirmait que ces actifs valaient peut-être 40\$ millions.

De plus, le Financial Post avançait que Maclean Hunter voulait maintenant vendre au

groupe Blackburn CHCH-TV d'Hamilton, acheté de Selkirk, pour la somme de 68.5\$ millions. Selon le Globe and Mail du 26 mai 1989, Maclean Hunter aurait subséquemment baissée son prix de 8.3\$ millions.

Le Globe and Mail ajouta que plusieurs analystes étaient d'avis que Selkirk n'était pas bien géré alors qu'au contraire, Maclean Hunter démontrait une gestion efficace. Le joyau de Selkirk était CHCH-TV d'Hamilton mais présentait une programmation sans éclat aux heures de pointe et une cote d'écoute médiocre décevante.

C'est ainsi que l'on peut constater que Maclean Hunter désirait réduire le niveau de la dette encourue lors de l'acquisition de Selkirk, à l'aide des reventes d'une valeur totale de 310\$ millions et effectivement conserver les deux réseaux de câble de Selkirk à Ottawa et en Floride, de même que la station CFNY-FM située à Toronto.

Le 5 janvier 1989

Le Globe and Mail rapportait que Maclean Hunter ne croyait pas déboursier entre 25% et 33% de taxes, dues suite à la revente des actifs de Selkirk, c'est-à-dire la différence entre la valeur à laquelle ces actifs étaient rapportés sur les états financiers de Selkirk ("book value") et le prix que Maclean Hunter obtiendrait pour ceux-ci. M. Osborne indiquait que les actifs de Selkirk seraient réajustés selon le prix que Maclean Hunter avait payé (598\$ millions) et que les actifs seraient évalués lorsque le coût de base aurait été réajusté. Le Financial Post du 6 janvier 1989 ajoutait que Maclean Hunter aurait payé la valeur exacte de ces actifs afin d'éviter des taxes sur un gain de capital élevé.

Le 29 mai 1989

Bien que Maclean Hunter ait acheté pour 598\$ millions d'actions de classe A non-votantes, elle devait obtenir la permission du CRTC pour les 2000 actions de classe B votantes.

Les audiences publiques du CRTC commenceraient et on y examinerait l'acquisition et la réorganisation proposée par Maclean Hunter en ce qui concernait la revente de 310\$ millions d'actifs (Financial Post du 14 avril 1989).

Le Globe and Mail du 16 mai 1989 commentait que Maclean Hunter était bien peu loquace au sujet de sa manière d'agir. Il attribuait cela au fait que la compagnie devait sous peu affronter le CRTC. Quant à l'industrie des communications, c'est le rôle du CRTC de juger le mérite d'une prise de contrôle.

Plus précisément, le CRTC avait trois grandes questions à trancher:

- a) Suite à cette prise de contrôle, est-ce que l'augmentation de la concentration de diffusion serait dans l'intérêt public ?
- b) Est-ce que le "cross-ownership" ou l'appartenance de divers types de médias dans certains marchés pourrait réduire la diversité des sources de nouvelles et des éditoriaux?
- c) Est-ce que, effectivement, Maclean Hunter avait fait un commerce de licences ("licence trafficking")?

En plus de condamner le commerce de licences, il y a peu de choses, d'après le Globe and Mail, qui fatigue autant le CRTC, qu'un "flip" d'actifs dans l'industrie. Particulièrement un "flip" qui n'ajoute rien à la valeur de nouveaux programmes ou d'investissements de capitaux. La raison fondamentale de la condamnation du commerce de licences de la part du CRTC serait que les licences donnent effectivement un monopole de diffusions à un public limité, une ressource limitée. En théorie, le CRTC existe pour s'assurer que le détenteur d'une licence paie adéquatement pour ce privilège et qu'il apporte en retour, des bénéfices non-équivoques et importants à une station, à un réseau, à une communauté locale et au système canadien de diffusion dans son ensemble. Lors de la vente d'un tel actif, le CRTC s'attend à ce que l'acheteur débourse pour des investissements ou des programmes, une valeur additionnelle d'environ 10% du prix d'achat. Or, il semblait que Maclean Hunter aurait souhaité se soustraire à cette condition en la remettant aux mains des acheteurs des diverses parcelles de Selkirk .

L'Association des Consommateurs du Canada aurait présenté un mémoire dans lequel il s'opposait à l'entente et condamnait indirectement le CRTC de s'être prononcé en faveur d'entités corporatives plus grandes. Le prétexte étant que de plus petites entités corporatives seraient mieux disposées à augmenter le contenu des émissions canadiennes. De plus, l'Association des Consommateurs du Canada, comme plusieurs groupes d'après le Times, suggérait que précédant une prise de décisions, le CRTC devait se doter d'une politique plus claire au sujet du "cross-ownership" et de la concentration de pouvoirs dans l'industrie des communications. C'était une recommandation identique à celle de la Commission Caplan-Sauvageau de 1986.

Par contre, il semblait n'y avoir aucun doute que le CRTC approuverait la vente de stations qui se feraient concurrence à l'intérieur de marchés identiques. C'était le cas de

la vente de la station de télévision de Selkirk, celle de Maclean Hunter à Calgary ou Lethbridge, une de leurs stations AM à Calgary ainsi qu'une des deux stations FM rivales à Edmonton. Dans ce sens, Maclean Hunter aurait bien voulu se libérer de sa station de radio concurrentielle à Edmonton et de ses stations de télévision également concurrentielles à Calgary et à Lethbridge en les vendant à WIC mais elle aurait de plus souhaité vendre les parts de Selkirk dans British Columbia Broadcasting Co. Ltd et dans Okanagan Valley Television Co. Ltd.

Par ailleurs, au lieu de vendre la station concurrentielle AM restante à Calgary, Maclean Hunter aurait préféré se dégager des 11 stations AM et FM de Selkirk en les vendant à Rogers Communications Inc.

Maclean Hunter aurait également voulu vendre le joyau des stations de télévision de Selkirk, CHCH-TV, à Hamilton, sans pour autant que cette station ne soit concurrentielle aux autres intérêts de Maclean Hunter.

Tout au long de cette affaire, la présidente de Selkirk qui remplaçait M. Meadows, Donna Kaufman, maintenait que Selkirk ne serait pas viable sans un actionnaire majoritaire et que Selkirk ne pourrait planifier à long terme, dans un climat d'incertitude.

De son côté, M. Osborne se portait à la défense de Maclean Hunter en faisant valoir que WIC détenait déjà le contrôle de B.C. Broadcasting Co. Ltd et de Okanagan Valley TV Co. Ltd. Il était également d'avis que CHCH TV s'en tirerait mieux entre les mains de stations indépendantes dans la région, comme celle du groupe Blackburn qui avait déjà des stations de télévision à London et à Wingham.

La garde du réseau de câble à Ottawa et de la station FM à Toronto permettrait à Maclean Hunter d'augmenter sa présence dans les marchés où elle se trouvait déjà, notamment à travers les journaux et les stations AM. Sun Publishing Co. possédait deux quotidiens à Toronto et d'autres à Ottawa, Edmonton et Calgary. Une de ses subsidiaires, Bowes Publishers Ltd avait aussi des quotidiens dans de petites villes de la Colombie-Britannique où Selkirk détenait déjà des stations de radio. Maclean Hunter avait d'ailleurs plusieurs magazines d'envergure nationale tels les Maclean's et Châtelaine.

Le Globe and Mail du 31 mai 1989 rapportait que si Maclean Hunter ne vendait que les stations qu'elle devait vendre, la compagnie passerait au premier rang au lieu du troisième et du cinquième rang parmi les radiodiffuseurs en termes de revenus et d'auditeurs, respectivement (avec 36 stations au lieu de 24 stations). M. Osborne maintenait invariablement que la radio restait un média local et qu'aucune station ne pouvait remporter du succès en ignorant les besoins réels de la communauté locale.

Quant à la télévision, Maclean Hunter se retrouverait au sixième rang plutôt qu'au 12e rang en terme de revenus, et au neuvième rang plutôt qu'au 12e rang en terme d'auditeurs.

En ce qui concerne le réseau de câble, l'acquisition des actifs de Selkirk ne serait pas assez considérable pour le faire avancer de son troisième rang. Ici, Maclean Hunter se défendait en affirmant que la croissance de la concentration était inévitable, due à la demande croissante de la technologie et des coûts.

Le 31 mai 1989

Selon le Financial Post, Maclean Hunter continuait de maintenir que l'achat de Selkirk n'augmenterait pas "le cross-ownership". Bien que Maclean Hunter détenait 62% du Toronto Sun Publishing Corporation, 60% du Financial Post, Maclean Hunter argumentait qu'en n'ayant que deux directeurs sur un Conseil d'administration de 12 personnes, il n'avait pas le contrôle du Conseil. Et cela, malgré qu'il détenait un droit de veto sur les acquisitions valant plus de 17\$ millions du Toronto Sun. Le CRTC défend généralement à une même firme de contrôler un journal et un poste de radiodiffusion à l'intérieur d'un même marché.

Toujours selon le Globe and Mail du 31 mai 1989, Maclean Hunter se serait dit prête, devant le CRTC, à ne pas accroître sa part dans les journaux et cela, jusqu'à l'expiration de la licence de diffusion qu'elle avait obtenue de Selkirk (une licence de diffusion est ordinairement valable pour une période de cinq ans).

1er juin 1989

Pour savoir si Maclean Hunter n'aurait pas profité d'un trop grand solde, le CRTC demandait une évaluation indépendante des actifs de Selkirk à la firme Peat Marwick. Dans le secteur des communications, comme déjà mentionné plus haut, en plus du prix d'achat, il existe d'autres frais reliés à une prise de contrôle: l'acheteur doit avoir recours à une aide légale et financière accrue afin de convaincre le CRTC qu'il est en mesure d'offrir un ensemble de bénéfices tangibles que la firme-cible et ses stations ne pourraient offrir, soit aux niveaux de la nouvelle programmation, du personnel et/ou des investissements.

Maclean Hunter aurait au total, dépensé 598\$ millions pour Selkirk et voudrait maintenant en vendre pour 310\$ millions. Cela proposerait un coût total de 295\$

millions incluant les frais de transaction de 8\$ millions. Par contre, l'étude indépendante de Peat Marwick, évaluait qu'il resterait 321\$ millions à Maclean Hunter, et que la compagnie encaisserait entre 14\$ millions et 36\$ millions de profits (Financial Times of Canada, 5 juin 1989). De son côté, Maclean Hunter entrevoyait que les coûts d'intérêts et de dépréciation occasionneraient une perte de 1.2\$ million. Selon le Globe and Mail du 30 mai 1989, Maclean Hunter aurait avisé le CRTC que les coûts d'intérêts pour financer l'achat étaient de 18\$ millions en plus des autres coûts liés à la transaction initiale. Cela représentait un total de 630\$ millions.

Le prix du démantèlement de Selkirk, selon M. Osborne, aurait été déterminé par négociations et donc représentait un prix équitable du marché. Par contre, Peat Marwick évaluait le réseau de câble à 123\$ millions, et CFNY à 18\$ millions, ce qui contredisait alors l'évaluation de Maclean Hunter de 95\$ millions et 12\$ millions respectivement.

Le président du CRTC aurait demandé à Maclean Hunter si elle était disposée à faire des dons de ses excédents à certains projets de radiodiffusion d'intérêt public. M. Osborne aurait répliqué qu'ils devaient d'abord s'entendre sur le montant des excédents en question. Maclean Hunter aurait d'ailleurs déjà promis de dépenser 19.5\$ millions pour une variété de projets d'intérêt public et 15.8\$ millions en sus pour contribuer à l'amélioration du réseau de câble à Ottawa et CFNY-FM à Toronto.

Ces 15.8\$ millions auraient fait partie des 74\$ millions que Maclean Hunter et les trois autres acheteurs étaient disposés à investir au cours des cinq prochaines années, advenant l'approbation du CRTC. Par contre, l'Association des Consommateurs du Canada maintenait que les trois acheteurs des actifs revendus seraient effectivement ceux qui permettraient à Maclean Hunter de faire ces dons et que ceux-ci

proviendraient probablement des contributions mensuelles des consommateurs. Le CRTC de son côté examinerait de près les 74\$ millions que Maclean Hunter et les trois acheteurs prévoient dépenser "on Capital Improvements" et en programmation canadienne.

Toujours selon le Financial Times of Canada (5 juin 1989), le montant de 19.5\$ millions sur cinq ans inclurait des dons de 8.5\$ millions à une fondation pour des séries de dramatiques canadiennes, 500,000\$ pour le Children's Broadcasting Institute, et 575,000\$ pour un catalogue de diffusion musicale. C'est alors que le président d'une petite compagnie privée, se serait objecté devant le CRTC, à la production d'un tel catalogue puisque sa compagnie en produisait déjà un.

Maclean Hunter aurait extrapolé ses dons de 8.5\$ millions à 12.75\$ millions en posant l'hypothèse que les fonds génèreraient 10% d'intérêt. Ne prévoyant pas obtenir l'approbation du CRTC, M. Osborne aurait reporté à cinq ans ces dons et aurait plutôt offert l'équivalent de 10% de 8.5\$ millions annuellement aux organismes suggérés. Maclean Hunter aurait de plus promis d'investir 3.85\$ millions pour construire des édifices servant de studios pour les petits syndiqués indépendants ainsi que de l'argent consacré à des projets-pilotes.

Compte tenu de l'intérêt des autres radiodiffuseurs, Maclean Hunter aurait changé d'idée et décider de vendre tous les avoirs, excluant la station de Toronto. Les propriétés vendues rencontraient des problèmes que Maclean Hunter ne croyait pouvoir résoudre dans un délai approprié. De plus, M. Osborne aurait avoué qu'il n'avait pas essayé de mettre sur pied un consortium.

M. Osborne demeurait convaincu que la fusion était la solution aux problèmes de Selkirk depuis 1983 alors que Southam Inc., jadis propriétaire, avait été forcé d'abandonner son contrôle effectif sur Selkirk par le gouvernement canadien qui se disait inquiet relativement au "cross-ownership".

### TRANSACTION PAR TRANSACTION DEVANT LE CRTC

#### Revente à Blackburn

Le Groupe Blackburn expliqua qu'il voulait mettre sur pied un nouveau réseau coopératif de télévision canadienne en ajoutant CHCH-TV d'Hamilton à leurs stations CKNX de Wingham et CFPL de London. Pour cette acquisition, le Groupe Blackburn prévoyait dépenser un total de 110.2\$ millions étalés sur les prochains quatre ans. Le tout serait financé par un prêt de 85\$ millions. Le groupe se préparait également à installer un système qui leur permettrait de diffuser de Toronto à Windsor. Il voulait aussi s'associer en coopérative avec d'autres stations indépendantes telle que CFAC de Calgary.

Le CRTC demanda des renseignements supplémentaires concernant des ressources financières qui permettraient au Groupe Blackburn d'acheter CHCH TV d'Hamilton, une station considérée déficitaire. Plus précisément, le CRTC voulait connaître la capacité financière du groupe de payer 8.9\$ millions d'intérêts annuels sur le prêt de 85\$ millions ajouté à cela, des pertes de 10\$ millions, prévues pour les prochains quatre ans. Le CRTC demanda qu'on lui remette plus d'informations financières au sujet de la subsidiaire qui achèterait CHCH-TV, c'est-à-dire CFPL Broadcasting Ltd. Le Globe and Mail du 2 juin 1989 mentionnait que des sources de l'industrie détectaient chez le

Groupe Blackburn une certaine crainte, compte tenu des engagements élevés en capital qu'aurait pris CHCH-TV pour obtenir de la programmation américaine. Le surplus que le groupe voulait offrir en retour de l'approbation de la transaction fut remis en question par le CRTC qui lui fit remarquer que des 8.2\$ millions au total, 2.7\$ millions étaient destinés au Microwave rebroadcaster. Cela permettrait d'émettre les ondes de CFPL-TV de Sarnia à Chatham mais il lui faudrait d'abord obtenir sa permission...

### Revente à WIC

Tout comme le Groupe Blackburn qui parla de créer un diffuseur régional pour le sud-ouest de l'Ontario, elle fit valoir qu'elle deviendrait ainsi le diffuseur le plus puissant de l'Ouest, advenant l'approbation du CRTC. Elle voulait aussi devenir un joueur moyen sur la scène des quatre grands. WIC se disait prête à investir 25\$ millions en plus de l'achat de 217.5\$ millions pour acheter deux stations de radio de Selkirk à Edmonton, une station de télévision indépendante à Calgary, et une autre à Lethbridge. Le tout, intérêts ajoutés, pour devenir le seul actionnaire majoritaire dans BC Broadcasters qui détenaient déjà trois stations. WIC n'anticipait aucun conflit si seulement la compagnie achetait les stations de télévision indépendantes en Alberta. Le CRTC se questionnait quant à la diversité que cela apporterait. WIC répliqua que l'Ouest nécessitait une forte présence.

### Revente à Rogers

Le Globe and Mail du 3 juin 1989 nota que Rogers admit devant le CRTC qu'il n'avait pas cru, depuis 12 ans, en la radiodiffusion. Rogers se disait prêt à acheter neuf stations de radio de Selkirk en Colombie Britannique et deux en Alberta pour la somme approximative de 25\$ millions. En retour, Rogers s'engagerait à investir 3.8\$ millions au cours des cinq prochaines années pour ces stations et le système de diffusion en général. Le CRTC semblait se méfier du fait que la transaction ajouterait à l'ampleur de Rogers qui était déjà la plus grande compagnie de câble au Canada et détenait deux stations de radio et une station de télévision à Toronto. Par ailleurs, la compagnie est l'un des deux joueurs les plus importants dans le marché canadien du téléphone cellulaire. Rogers fit remarquer que la radio avait été une de ses premières acquisitions et que l'ajout des stations de l'Ouest était nécessaire pour contrebalancer l'influence de l'Est.

Le Financial Post du 5 juin faisait la prédiction que de nouveaux réseaux de télévision régionaux, à l'instar de réseaux indépendants locaux, émergeraient de toutes ces transactions: WIC augmenterait sa position en Colombie Britannique et croîtrait en Alberta alors que le Groupe Blackburn augmenterait sa position dans le sud-ouest de l'Ontario. Il en résulterait de meilleures ressources pour attirer et retenir d'autres talents de diffusion.

### Le 29 septembre 1989: L'APPROBATION DU CRTC

Pour une transaction de 606\$ millions, le CRTC ordonna à Maclean Hunter de verser 21.2\$ millions dans un trust qui aiderait le Canadian Broadcasting System. Cela était en sus des 29.8\$ millions que Maclean Hunter s'était dite prête à donner en retour de l'acquisition de Selkirk. D'après le Financial Post du 30 septembre 1989, les 21.2\$ millions s'ajouteraient au trust annuel de 8.5\$ millions pour ainsi favoriser la

production de nouvelles séries. Ils s'ajouteraient également aux 3.85\$ millions des prochains cinq ans au "Canadian Arts and Programs on Satellite Radios" (un programme destiné à aider les producteurs indépendants). Le CRTC aurait évalué les actifs de Selkirk à 627.2\$ millions, ce qui était 21.2\$ millions de plus que les évaluations de Maclean Hunter. Le président du CRTC jugea qu'en dépit de cet écart de 21.2\$ millions, Maclean Hunter n'avait pas fait de commerce de licences.

En outre, les coûts d'intérêts ne pouvaient être comptabilisés pour réduire le coût de la transaction car le CRTC considérait que ceux-ci étaient des coûts opérationnels et ne pouvaient être inclus dans le gain.

Maclean Hunter se vit refuser le droit de vendre CHCH-TV d'Hamilton au Groupe Blackburn. Maclean Hunter devait trouver un nouvel acheteur ou développer elle-même la station. Le CRTC expliqua que Blackburn n'offrait que de minces améliorations à la station qui d'ailleurs possédait déjà une pauvre exploitation de la programmation canadienne.

Pour sa part, WIC pouvait acheter le reste de BCTV, Okanagan Valley Television Co. Ltd, CFAC-TV à Calgary et à Lethbridge. Cependant, WIC qui gérait déjà des stations de radio à Edmonton, ne pourrait pas acheter la station de radio à Edmonton. Donc, WIC devait dépenser 190\$ millions au lieu de 217.5\$ millions puisque ces stations de radio étaient évaluées à 27\$ millions. Maclean Hunter devrait donc trouver un nouvel acheteur d'ici six mois, même si WIC se proposait de faire une nouvelle offre au CRTC.

Les raisons du refus du CRTC:

- 1) WIC n'offrait pas un ensemble de bénéfices suffisants
- 2) WIC ne possédait pas de bons résultats avec les stations qu'il opérait à travers sa filiale Westcom Radio Group Ltd.

Le CRTC permit à Rogers d'acheter les stations de radio de l'ouest de l'Alberta et en Colombie-Britannique pour 24.5\$ millions mais lui refusa l'application de Selkirk pour acheter les deux stations de radio à Montréal, Québec.

Maclean Hunter restait en troisième position dans l'industrie de la câblodiffusion. Elle aboutissait en quatrième position auprès des auditeurs de radio et obtiendrait le sixième rang pour la télévision, en termes de revenus et le douzième rang, en termes d'auditeurs.

#### AUTRES DÉVELOPPEMENTS

Selon le Globe and Mail du 30 novembre 1989, Maclean Hunter aurait vendu à Seltech Ltd, Selkirk Satellite Distribution Arm. Cette dernière offre une variété de programmes de radio, de télévision, de publicité et de données financières aux médias et autres clients commerciaux. De plus, Maclean Hunter chercherait à vendre Magnetic North Entreprises Ltd, une compagnie de post-production, acquise par Selkirk en 1987 pour 16\$ millions.

Le 8 décembre 1989, le Globe and Mail rapportait que Maclean Hunter était sur le point de vendre un autre subsidiaire de Selkirk, All-Canada Radio & Television, à Rogers Communications Inc. Cette compagnie vendait de la publicité à plusieurs stations de radio et à environ une douzaine de stations de télévision.

Le 8 septembre 1990, le Financial Post annonçait que Maclean Hunter avait trouvé un acheteur pour ses deux stations de radio à Edmonton (CJCA-AM et CIRK-FM), Western World Communication, pour moins de 20\$ millions, un chiffre bien inférieur aux 27.5\$ millions offerts précédemment par WIC. L'explication se trouvait dans l'existence d'une conjoncture économique beaucoup moins favorable.

## RÉSULTATS

Ce rapport estime les gains utilisant une régression sur un modèle linéaire de marché. Le modèle est basé sur ceux utilisés dans la majorité des études considérées dans notre revue de la littérature et est communément appelé un "event study". Essentiellement, le modèle suppose que le rendement d'une action est relié linéairement au rendement du portefeuille du marché tel que représenté, par exemple, par le TSE 300:

$$R_t = a + b R_{m,t} + e_t$$

où  $R_t =$  rendement d'une firme au temps  $t$

$R_{m,t} =$  rendement du marché au temps  $t$

$e_t =$  variable aléatoire ayant une distribution normale de moyenne nulle

$b =$  mesure de la covarianance entre les rendements d'une firme et ceux du marché

Plus spécifiquement, les rendements d'une firme furent calculés de la façon suivante:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-i}}{P_{t-i}}$$

où  $P_t$  représente le prix d'une action au temps  $t$

$P_{t-i}$  représente le prix d'une action au temps  $t-i$

Quant aux rendements du marché, ils furent comme suit:

$$R_{m,t} = \frac{\text{Valeur de l'indice TSE 300}_t - \text{Valeur de l'indice TSE 300}_{t-i}}{\text{Valeur de l'indice TSE 300}_{t-i}}$$

Pour estimer le changement de richesse des actionnaires de la firme-cible, nous avons fait une régression selon la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Nous avons utilisé des données journalières à partir de 280 jours à 80 jours avant l'annonce de la prise de contrôle, et ce, afin d'éviter l'effet sur les prix qu'aurait pu causer des fuites d'informations.

Les estimateurs obtenus  $\hat{a}$  et  $\hat{b}$  furent utilisés pour extrapoler le rendement de la firme-cible sur la période suivante: Soit, à partir de 20 jours avant l'annonce de la prise de contrôle, à la date de résolution de la prise de contrôle. Ce rendement tel que calculé, nous donna le prix estimé, si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu.

Enfin, le changement de richesse est la différence entre le prix qui fut enregistré à la date de résolution  $P$  et le prix estimé si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu,  $\hat{P}$ .

$$\text{Gain (perte)} = (\hat{P} - P_{\text{enregistré}}) \times \text{nombre d'actions acquises}$$

En ce qui concerne le changement de richesse des actionnaires de la firme-acheteuse, nous avons d'abord obtenu les estimateurs  $\hat{a}$  et  $\hat{b}$  en utilisant les données sur la même période que précédemment, soit 280 jours à 80 jours avant l'annonce de la prise de contrôle. Par la suite, nous avons extrapolé le rendement de la firme-cible sur une période de trois jours avant la date d'annonce de la prise de contrôle à trois jours suite à celle-ci. Le rendement nous donna le prix estimé si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu. Le changement de richesse des actionnaires de la firme-acheteuse fut calculé à partir de la différence entre notre estimé du prix si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu et le prix enregistré, multiplié par le nombre d'actions en cours.

Le tableau suivant résume nos résultats statistiques:

| Tableau 6      | RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS                     |  |
|----------------|---|--|
|                | <u>Firme-acheteuse</u><br>Maclean Hunter Ltée | <u>Firme-cible</u><br>Selkirk Ltée                           |
| $\hat{a}$      | .07234900<br>(.7630)                          | .07828800<br>(.4224)   |
| $\hat{b}$      | .5684666<br>(5.8385)                          | .3228364<br>(1.6962)   |
| R <sup>2</sup> | .1469   | .0143  |
| $\hat{P}$      | 14.58   | 27.31  |
| P              | 13.25   | 45\$ pour 6,228,837 actions<br>49.50\$ pou 7,024,007 actions |
| #actions       | 156,832,205                                   | 13,252,844   |
| Gains (Perte)  | (208 586 800)                                 | 266,050,800  |

Les statistiques t sont présentées en parenthèses sous les estimateurs. Nous pouvons donc constater que l'estimateur  $\hat{b}$  de Maclean Hunter est significatif selon un seuil de signification marginal de 95% (soit  $t=1.960$ ) tandis que  $\hat{b}$  de Selkirk est significatif selon un seuil de signification marginal de 90% (soit  $t=1.645$ ). Par contre, nous ne pouvons rejeter les hypothèses que les  $\hat{a}$  de Maclean Hunter et de Selkirk sont égaux à zéro.

Nous avons donc calculé que la prime payée aux actionnaires de Selkirk, la firme-cible, fut d'environ 73.5% ou 266,050,800\$ millions. Nous obtenons ce résultat ayant premièrement estimé le prix, si aucune prise de contrôle n'avait eu lieu, à 27,31\$ l'action. Deuxièmement, nous avons calculé la différence entre ce prix et celui que Maclean Hunter avait payé, soit 45\$ l'action pour le bloc d'actions de Southam (47% des actions de classe A non-votantes) et 49,50\$ pour le reste.

Pour ce qui en est de la prime aux actionnaires de Maclean Hunter, nous calculons que suite à l'annonce de la prise de contrôle, le prix de l'action diminua de 10.0 %. Cela représente une perte d'environ 1.33\$ l'action de classe X ou 208,586,833\$ millions au total.

Le gain des actionnaires de la firme-cible est au-dessus du gain moyen calculé par Patry et Poitevin (1991) de 35,6% (avec une distribution entre 3,1 à 157,6%). Ce résultat est aussi supérieur à la moyenne de Asquith, Opler et Weston (1990) de 16,44% (avec une distribution entre - 51,2% à 87,7%) mais sous la prime moyenne de Bhagat, Shleifer et Vishny de 436\$ millions (avec un écart de 14 \$ à 2,754 \$ millions).

Rappelons que Jensen et Ruback (1983) à partir de 13 études de divers auteurs, établirent la prime moyenne à 30 % pour les actionnaires des firmes-cibles et à 4% pour les actionnaires des firmes-acheteuses.

Or, la perte de 10% enregistrée par Maclean Hunter se situe plus près de la moyenne estimée dans les autres études: Patry et Poitevin (1991) calculaient celle-ci à 3,4% (avec une distribution entre -6,8 \$ à 14,4 %); Asquith, Opler et Weston (1990), à - .5% (- 1,1 % à - 46,6 % d'écart); Bhagat, Shleifer et Vishny, à 15\$ millions.

Plusieurs facteurs discutés dans notre revue de la littérature expliquent nos résultats:

Premièrement, les gains pour la firme-acheteuse sont positivement reliés à la taille de la firme-cible. Ce facteur qui appuie la théorie qu'une acquisition crée des synergies, entre ici en considération. De plus, ABM avait constaté que si la valeur actualisée des gains attendus par la firme-acheteuse équivalait à 10 % de l'équité de la firme-cible, et que les firmes-cibles et acheteuses étaient de la même taille, la firme-acheteuse enregistrerait un rendement de 10 %. Par contre, si la firme-acheteuse était 20 fois la taille de la firme-cible, elle enregistrerait un rendement de 0,5 % seulement. Donc, les gains peuvent être insignifiants lorsque la taille de la firme-acheteuse est grande par rapport à la firme-cible. Dans notre cas, la taille de Selkirk, avant l'annonce de la prise de contrôle, était d'environ 10 % de celle de Maclean Hunter.

Deuxièmement, si une stratégie ou un programme d'acquisitions est connu avec certitude en termes de "timing", d'agenda ("scope") et de succès, la valeur nette actualisée de ce programme devrait être capitalisée dans le prix de l'action de la firme-acheteuse. C'est ce que Asquith, Mullins et Bruner (1983) ont appelé "l'effet de capitalisation". Ils constatèrent que les acquisitions subséquentes semblaient anticiper plus d'avance sur le marché que les premières acquisitions. Cela ne prouvait pas pour autant que les premières acquisitions avaient significativement plus d'effet que les acquisitions subséquentes.

Or, Maclean Hunter avait une stratégie de croissance par acquisitions à long terme, et ce, dans plusieurs secteurs. À titre d'exemple, le tableau suivant présente un aperçu de ces activités d'acquisition dans le secteur de la câblodistribution :

**Tableau 7: Évolution de la division de la câblodistribution de Maclean Hunter**

- 1967 Sept (7) réseaux de câblodistribution furent acquis de Metronics Corporation Ltd. Ils incluait une participation d'un tiers (1/3) dans Huron Cable TV Ltd dont Maclean détenait déjà 33 %. Maclean Hunter Cable TV Ltd (MHCTV) fut formé pour opérer ce système .
- 1970 MHCTV fit l'acquisition de Lakehead Videon Ltd.
- 1971 Des parts de MHCTV furent offertes à la bourse.
- 1972 MHCTV acheta 100 % de AirTel Ltd.  
AirTel Ltd acheta Quest Communications
- 1977 Metro Home Theater fut formé afin d'offrir des services de télévision payante à Détroit.  
Maclean Hunter racheta toutes les actions publiques de MHCTV.
- 1979 Huron Cable TV fut amalgamé.  
MHCTV augmenta sa participation dans Suburban Cablevision de 75 % à 84,5 % .

(suite du tableau 7)

|                |   |
|----------------|---|
| 1981           | MHCTV s'amalgama avec Peterborough Cable TV Ltd en achetant le reste des actions ( 25 % ) qu'elle ne détenait pas auparavant.   |
| 1982           | MHCTV augmenta sa participation dans Suburban Cablevision à 95 % .  |
| 1983           | MHCTV augmenta sa participation dans Suburban Cablevision à 100% .  |
| 1985           | Wayne Cablevision Inc., Metro Cablevision Inc., Waterford Cablevision Inc. et Maclean Hunter Cable TV-Bedford Inc. furent fusionnés à MHCTV .<br>Pontiac et Waterford Cablevision furent vendus.<br>MHCTV annonça qu'elle allait construire et opérer Barden Cablevision à Détroit. |
| 1987           | MHCTV augmenta sa participation dans Borden Cablevision de 49 % à 59 % .  |
| Décembre 1988  | MHCTV s'unit à Cable Systems Developments Co. Ltd au Royaume-Uni .  |
| Septembre 1989 | MHCTV acquit Armstrong Communications Ltd qui détenait et opérait des franchises de câblodistribution à Niagara en Ontario.   |

Donc, cette prise de contrôle n'était pas un événement isolé étant donné l'activité d'acquisition perpétuelle de Maclean Hunter, ses ressources et son succès. Par conséquent, nous devons interpréter les rendements de notre firme-acheteuse en tenant compte de l'existence de sa stratégie.

D'autre part, les acquisitions de Maclean Hunter furent tout aussi nombreuses dans les

secteurs de la publication, de la radio et de la télévision. Ces acquisitions se reflétaient aussi dans le prix de l'action.

Troisièmement, le président de Maclean Hunter avait déjà avoué que le prix fixé à 45\$ l'action était assez élevé pour décourager toute autre offre concurrentielle (Financial Post, 1er novembre 1988). Comme les journaux l'on souligné, la compétition pour les licences de communications sont rigoureuses puisqu'elles constituent des commodités limitées au Canada. Cette tactique offensive de Maclean Hunter explique donc en partie, les rendements enregistrés dans cette prise de contrôle.

Quatrièmement, la réussite d'une prise de contrôle affecte la valeur des gains aux actionnaires des firmes-cibles et des firmes-acheteuses (Bradley, Desai et Kim, 1983 et Asquith, Bruner et Mullins, 1983). Cette constatation vient aussi soutenir la théorie que les acquisitions stratégiques créent des synergies. Une singularité du cas à l'étude est l'existence d'une réglementation pour l'industrie du CRTC. Le CRTC, en approuvant la transaction, décidait effectivement de la réussite de cette prise de contrôle. Ce facteur peut avoir mitigé les gains aux actionnaires des firmes-acheteuses autant que les gains des firmes-cibles. D'une part, Maclean Hunter aurait à vendre toutes ses actions de classe A si le CRTC refusait son application. D'autre part, pour Selkirk, il est empiriquement prouvé que lorsque les firmes-cibles demeurent indépendantes, les gains à long terme se réalisent rarement.

Par ailleurs, de nombreuses études ont démontré que l'imposition d'une réglementation limitant les prises de contrôle augmente les gains des firmes-cibles et réduit ceux des firmes-acheteuses: (Jarrell et Brickley en 1980, Eckbo en 1983, Asquith, Bruner et Mullins en 1983, Bradley, Desai et Kim en 1987, Jensen en 1988, Jarrell, Brickley et Netter en 1988).

Pour la firme-cible, la raison principale de l'augmentation des gains est que la réglementation permet de négocier une meilleure offre, en stipulant des délais ou des procédures. Or, les objectifs du CRTC s'étendent au delà de permettre à la firme-cible de trouver de meilleures offres. Le CRTC doit s'assurer que la firme-cible ne se vend pas à rabais; il doit également s'assurer que l'acheteur paie adéquatement pour le privilège d'une licence et qu'il apporte des bénéfices non-équivoques et importants à un réseau, à une communauté et au système canadien dans son ensemble. Il doit exiger que ces bénéfices soient supérieurs à ceux offerts par la firme-cible. Donc, la firme-cible jouit d'une prime.

Par le fait même, les gains de la firme-acheteuse se trouvent diminués. La réglementation lui occasionne des coûts additionnels. Dans le cas à l'étude, les coûts sont liés à l'obtention de l'approbation du CRTC. Ce sont les coûts de divers experts légaux, financiers et de de l'industrie des communications afin d'argumenter en faveur de la prise de contrôle et de pouvoir affronter l'opposition. Maclean Hunter dut établir le Maclean Hunter Television Fund d'une valeur de 29,8\$ millions dont une partie financerait de nouvelles séries dramatiques canadiennes. De plus, le CRTC ayant évalué les actifs de Selkirk à 627,2 \$ millions exigea que Maclean Hunter contribue 21,2\$ millions en sus pour améliorer le système canadien de diffusion.

Rappelons qu'Eckbo (1983) avait observé des rendements positifs anormaux pour les actionnaires des firmes rivales le jour de l'annonce de l'opposition à une prise de contrôle, suggérant que les organismes de réglementation protégeaient davantage les firmes rivales. Il serait intéressant de poursuivre notre étude afin de savoir si effectivement, les actionnaires des firmes rivales avaient enregistré des rendements positifs anormaux le jour de l'annonce de l'offre d'achat.

La valeur combinée de l'effet de la prise de contrôle fut d'environ 57,5\$ millions, soit approximativement 10 % du prix de la transaction. Cette prise de contrôle a donc définitivement généré de la richesse. Le gain de Selkirk dépassa la perte de la firme-

Le tableau--résume les projets initiaux de Maclean Hunter dans l'acquisition de Selkirk ainsi que les résultats à ce jour:

(voir tableau page suivante)

Tableau 8 Distribution des actifs/Maclean Hunter-Selkirk

Valeur de la transaction 598\$ millions 100%

*Revente initialement proposée:*

- |    |  |   |
|----|--|---|
| 1) | à Western International Communications<br>comprend: 50% Okanagan Valley TV Co. Ltd<br>41% BC Broadcasting Co. Ltd<br>CFAC-TV (Calgary & Lethbridge)<br>CJCA-AM et CIRK-FM (Edmonton) | 217\$ millions                          |
| 2) | à Rogers comprend 11 stations de radios  | 24.5\$ millions                         |
| 3) | à Blackburn comprend CHCH-TV (Hamilton)  | 68.5\$ millions<br>310.5\$ millions 52% |

ACTIFS RESTANT À MACLEAN HUNTER  
inclut principalement réseau de cable en  
Floride, à Ottawa et CFNY-FM à Toronto

287.5\$ millions 48%

*Revente approuvée par le CRTC:*

- |    |  |                                     |
|----|--|-------------------------------------|
| 1) | à Wester International communications<br>comprend: 50% de Okanagan Valley TV Co,Ltd<br>41% BC Broadcasting Co. Ltd<br>CFAC - TV<br>exclut CJCA-AM et CIRK-FM | 190\$ millions                      |
| 2) | à Rogers<br>comprend: 9 stations radio et exclut 2 licences<br>radio (CKOI et CKVL)  | 24.5\$ millions<br>214.5\$ millions |

*Nouvelles demande de reventes sujettes à l'approbation du CRTC*

- |    |   |   |
|----|---|---|
| 3) | Western World Communications<br>comprend: CJAC-AM et CIRK-FM (Edmonton) | 19.6\$ millions   |
| 4) | à Western International Communications<br>CHCH-TV (Hamilton)            | 46.0\$ millions<br>65.6\$ millions<br>280.1\$millions 47% |

ACTIFS RESTANT A MACLEAN HUNTER  
advenant approbation des nouvelles  
demande de reventes

317.9\$millions 53%

Nous constatons que Maclean Hunter aurait voulu conserver au départ environ 50% des actifs de Selkirk. Elle risque d'aboutir avec un peu plus. Ceci se compare à 38% sans revente pour Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) et 44% pour Patry & Poitevin (1991). Toutefois après reventes, 100% des actifs aboutiront avec des acheteurs stratégiques, réglementation oblige. Ceci se compare à environ 70% actifs aboutissant dans les mains d'acheteurs stratégiques pour les études de Patry et Poitevin (1991) et de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989). Comme ces derniers auteurs nous le font remarquer, toutes leurs estimations risquent d'être sous-biaisées car les résultats ne sont basés que sur ce qui est publié et public.

Cette prime s'explique donc essentiellement par la volonté de Maclean Hunter de croître dans le secteur de la câblodistribution. La motivation principale de Maclean Hunter était effectivement l'acquisition des réseaux de câblodistribution de Selkirk à Ottawa et en Floride, à l'exception de sa station radio FM à Toronto.

Le tableau suivant nous précise davantage le démantèlement qui eut lieu, puisque Maclean Hunter avait révélé l'évolution des actifs et de la dette de Selkirk séparément dans ses états financiers :

(voir tableau page suivante)

|  | ('000s)   |           |           |           |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
|  | 1987      | 1988      | 1989      | 1990      |
| Actifs de Selkirk  | -         | 606 100   | 96 200    | 70 400    |
| Actifs total   | 1 077 100 | 1 817 200 | 1 779 600 | 1 844 200 |
| Dette encourue pour l'acquisition de Selkirk   | -         | 603 700   | 20 000    | *         |
| Dette à long terme (incluant dette ci-dessus)  | 145 100   | 791 000   | 72 800    | 241 700** |
| Ratio de dette/équité  | 0.35:1    | 1.48:1    | 1.18:1    | 1.18:1    |
| * fut inclus dans la dette à long terme  |           |           |           |           |
| ** 150 000 \$ de dettes à long terme fut créée en 1990 à 12.0 % afin d'effacer une partie de la dette à court terme encourue pour financer l'acquisition de Selkirk. |           |           |           |           |

L'acquisition de Selkirk a augmenté les actifs de Maclean Hunter d'environ 56% de 1987 à 1988. Dès la fin de 1989, une large part des actifs que Maclean Hunter conservaient fut consolidé dans les résultats, ce qui explique que nous ne retrouvons que 96,2\$ millions sous la bannière de Selkirk. Il fut de même pour 1990 (70,4\$ millions). La presque totalité de l'acquisition fut financée par une dette (603 700 sur 606 100\$ millions). Par conséquent le ratio de dette/équité fit un bon à 1.48:1. Celui-ci se compare à une moyenne de 0.88:1 de 1984 à 1988 inclusivement. Il retomba à 1.18:1 en 1989 et 1990 suite à l'application des recettes des reventes à la diminution de la dette et à une recapitalisation de la compagnie. Enfin, la majorité de la dette encourue fut refinancée par des notes commerciales ("commercial paper"), et donc comptabilisée en 'passif à court terme' et l'excédent par une dette à long-terme de 150\$ millions.

Enfin, pourrions-nous remarquer un point plus stratégique que la câblodiffusion représentait 40%, 44%, 56% puis 71% des revenus avant intérêts, taxes et amortissement de 1988 à 1991, respectivement. De plus, son pourcentage des revenus bruts demeurait dans un intervalle de 18 à 23 % pour les mêmes années.

Puisque les marges de profits de Maclean Hunter, dans la câblodistribution, se situaient autour de 35 % tandis que celles de Selkirk se chiffraient à 25%, Maclean Hunter, en éliminant les frais fixes, se croyait en mesure de les augmenter et de profiter des résultats. Rappelons que Maclean Hunter, se défendait en affirmant que la croissance de la concentration était inévitable, due à la demande croissante de la technologie et des coûts.

Nous avons relevé que les analystes évaluaient le réseau de câble d'Ottawa à environ 800\$ par abonné pour un total d'environ 100 \$ millions (124,000 abonnés). Le réseau de câble en Floride était évalué à 3,200\$ par abonné pour un total d'environ 224\$ millions (70,100 abonnés) sans compter son marché potentiel qui était d'environ 200\$ millions (62,600 abonnés) additionnels. Quant à CFNY, quatrième station FM d'envergure à Toronto, elle était évaluée entre 20\$ millions et 30\$ millions. (Source: Globe & Mail, 5 janvier 1989). En se basant sur ces évaluations, la somme des actifs qui intéressaient Maclean Hunter surpassait largement leurs coûts, après l'acquisition et la revente de ses parties à WIC, à Rogers, et à Western World Communications. Une analyse plus détaillée de l'industrie de la câblodiffusion permettrait de valider ces évaluations et de mieux cerner les gains qui justifiaient la prime.

Nous concluons que la motivation principale de Maclean Hunter dans l'acquisition de Selkirk était stratégique. De plus, la revente d'actifs fut et continue d'être tout aussi stratégique:

WIC réussit à acquérir CFAC-TV ainsi que 41 % de la British Columbia Broadcasting Company Ltd et 50 % de Okanagan Valley. Elle détenait l'excédent dans les deux cas et par conséquent, s'appropriait 100% de cinq stations de télévision: CHAN-TV à Vancouver, CHEK-TV à Victoria, CHBC-TV à Kelowna, et CFAC-TV à Calgary et à Lethbridge. WIC détenait aussi 11 stations radiophoniques suivantes: CKNW-AM et CFMI-AM (Vancouver); CHQR-AM (Calgary); CJAC-AM et CIRK-FM (Edmonton); CJOB-AM et CKIS-FM (Winnipeg), CFGM-AM et CIRK-FM (Toronto); CHNK-AM et CKDS-FM (Hamilton). WIC augmentait donc sa position en télédiffusion en Colombie-Britannique et en Alberta. Cela se dirigeait dans le sens de sa stratégie, d'acquérir des propriétés dans les grands centres métropolitains. De plus, elle disait avoir de meilleurs ressources pour attirer de nouveaux talents .

Rogers était déjà la plus grande compagnie de câblodistribution au Canada. Elle était aussi l'un des deux joueurs les plus importants dans le marché canadien du téléphone cellulaire. Elle détenait également deux stations de radio et une station de télévision avant d'acquérir les neuf stations de radio appartenant jadis à Selkirk. Les neuf stations étaient les suivantes: CJVI-AM (Victoria), CKWX-AM et CKKS-FM (Vancouver), CJEV-AM (Elkford), CJIB-AM (Vernon), CFAC-AM (Calgary), CJOC-AM et CILA-FM (Lethbridge) et CJPR (Blairmore). Devant le CRTC, l'argument principal de cette firme démontrait que la radio était sa niche d'activité traditionnelle, qu'elle voulait y retourner et que l'ajout de ces stations de l'Ouest était nécessaire pour "contrebalancer l'influence de l'Est dans la diffusion".

La vente des deux stations de radio de Selkirk (CJCA-AM et CIRK-FM à Edmonton) à Western World Communications est imminente. Western World Communications détient déjà CJWW-AM à Saskatoon, CKST-AM à Langley en Colombie-Britannique, et CHMG-AM à St-Albert en Alberta. Ayant renoncé à son réseau de câble à Saskatoon, la compagnie aurait depuis acheté d'autres stations AM et FM à Regina et Winnipeg.

Enfin, le Financial Post rapportait que la transaction Maclean Hunter/Selkirk représentait par son ampleur un événement nouveau au Canada et se comparait davantage à la tendance mondiale de la restructuration des moyens de diffusion. Cette tendance se retrouvait chez des géants tel que Rupert Murdoch d'Australie et soulevait également des questions sur la concentration du pouvoir parmi les quatre grands diffuseurs au Canada. Le Financial Times (5 juin 1989) ajoutait de son côté qu'il ne faisait aucun doute que l'industrie de la radiodiffusion s'internationalisait. Murdoch par exemple, détenait quatre réseaux de satellite en Europe à travers le Sky Television et avait même changé sa citoyenneté australienne pour la citoyenneté américaine afin de former le Fox Television Network aux États-Unis.

Un autre exemple: le gouvernement espagnol aurait fait des appels d'offres pour ses trois plus grandes stations de télévision commerciales. Il aurait attiré des soumissionnaires américains, anglais et français.

## CONCLUSION

Nous concluons que cette prise de contrôle hostile fut effectivement motivée par des raisons stratégiques plutôt que par des raisons directoriales. Une consolidation importante d'actifs en fut le résultat: Maclean Hunter augmenta la concentration de ses actifs en câblodistribution; Rogers augmenta la concentration de ses actifs en radiodiffusion et WIC augmenta la concentration de ses actifs en télédiffusion. Elle soutient l'hypothèse avancée par Poitevin et Patry (1990) et Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) qui expliquent les prises de contrôle plus pertinemment par des motivations stratégiques et des synergies.

Non seulement Maclean Hunter avait-elle l'expérience et les ressources pour produire des marges de profitabilité élevées en câblodistribution mais elle profiterait d'une amélioration des opérations de Selkirk par des économies d'échelle qui augmenteraient le rendement des frais fixes.

Cette étude de cas s'inscrit dans une démarche générale qui a pour but de sélectionner un plus grand échantillon de prises de contrôle au Canada afin d'en tirer des conclusions plus spécifiques. Ce cas en particulier nous apporte un aperçu des prises de contrôle, particulièrement dans le secteur des communications. Enfin, il nous présente aussi des traits de la tendance mondiale d'internationalisation de l'industrie.

## BIBLIOGRAPHIE

- Asquith, P., Bruner, R.F. et D.W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", Journal of Financial Economics, 11, 1983, pp 121-139 .
- Asquith, D., T.C. Opler, and J.F. Weston, "The Size and Distribution of Shareholder Wealth Gains from Mergers: Evidence from the Takeover Boom of the 1981's ", University of California at Los Angeles, Discussion Paper, No. 11, 1990 .
- Auerbach and Reishus, "The Effects of Taxation on the Merger Decision", in Corporate Takeovers: Causes and Consequences, ed. A.J. Auerbach, Un. of Chicago Press, Chigago, 1988 .
- Bhagat, S., Brickley, J.A., and U. Loewestein, " The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers " Journal of Finance, 42, 1987, 965-986 .
- Bhagat, S., A.Shleifer, and R.W. Vishny, " The Aftermath of Hostile Takeovers,"Mimeo, 1989.
- Bradley, M., Desai,A., and E. H. Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers", Journal of Financial Economics 11, 1983, pp183-206
- Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firm", Journal of Financial Economics, 21, 1988, pp 3-40.
- Brown, C., and J.L. Medoff, "The impact of Firm Acquisitions on Labor", Corporate Takeovers : Causes and Consequences ed. by A. Auerbach, University of Chigago, 1988.
- De Angelo, H., and L. De Angelo, "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth" Journal of Law and Economics, 27, 1984, pp367-402.
- Dennis, B.K., and J.J Mc Connell, " Corporate Mergers and Security Returns ", Journal of Financial Economics , 16, 1986, 143-187 .
- Eckbo, B.E., "Mergers and the Market for Corporate Control : The Canadian Evidence", Journal of Economics, 19, 1986, pp236-260.

- Farrell, J., and C. Shapiro, "Asset Ownership and Market Structure in Oligopoly", Rand Journal of Economics, 21, 1990, pp275-292.
- Jarrell, G. A., "The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?", Journal of Law and Economics, 28, 1985, pp151-177.
- Jarrell, G.A., and M. Bradley, "The Economic Effects of Federal and State Regulations on Cash Tender Offers", Journal of Law and Economics, 23, 1980, pp371-407.
- Jarrell, G.A., J.A. Brickley, and J.M. Netter, "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980", Journal of Economic Perspectives, 2, 1988, pp46-68.
- Jarrell, G.A., A.B. Poulsen, "Dual-Class Recapitalizations as Antitakeovers Mechanisms", Journal of Financial Economics, 20, 1988, pp129-152.
- Jarrell, G.A., and A.B. Poulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980", Journal of Financial Economics, 19, 1987, pp127-168.
- Jensen, M.C., and R. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", Journal of Financial Economics, 11, 1983, pp5-50.
- Kaplan, S.N., "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", Journal of Finance, 44, 1989, pp611-632.
- Kaplan, S.N. , "The Effects of MBO on Operations and Value", Journal of Financial Economics, 1990.
- McConnell, J.J., and C.J. Muscarella, "Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics , 14, 1985, pp399-422.
- Mikkelson, W.H. and R.S. Ruback, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", Journal of Financial Economics, 14, 1985, pp523-553.
- Mork,R. A. Shleifer, and R.W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", Journal of Finance, 1990.
- Partch, M., "The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholders' Wealth", Journal of Financial Economics, 18, 1987, pp313-339.
- Patry, M., et Poitevin, M., "Hostile Takeovers: The Canadian Evidence", Mimeo, 1991.
- Stillman, R. "Examining Antitrust Policy toward Horizontal Mergers", Journal of Financial Economics, 11, 1983, pp225- 240.

