

# Caractéristiques et particularités des fiducies de revenu

Michael R. King\*

**L**a fiducie de revenu est un instrument de placement qui distribue de manière avantageuse sur le plan fiscal les gains produits par un portefeuille d'actifs d'exploitation. La forte hausse de la valeur des fiducies de revenu, l'abondance des nouvelles émissions et la complexité de leur structure juridique ont eu pour effet de diriger davantage l'attention sur cette catégorie d'actifs. Pour déterminer si les sommes versées par les fiducies de revenu aux porteurs de parts sont proportionnelles aux risques, nous comparerons la structure d'une fiducie de revenu type à celle d'une société par actions classique. Nous traiterons ensuite des questions que les différences observées soulèvent sur les plans juridique et réglementaire et sur celui de la gouvernance. Enfin, nous aborderons les facteurs liés au type d'entreprise exploité et les particularités propres au marché des fiducies de revenu.

## Structure et évaluation des fiducies

La fiducie de revenu est une entité ad hoc qui vend au public des actions sous la forme de parts en vue de l'acquisition d'une société propriétaire d'un groupe d'actifs productifs de revenu. Du point de vue juridique, les fiducies de revenu forment un sous-ensemble de la catégorie plus vaste des « fiducies de fonds commun de placement » au sens de la *Loi de l'impôt sur le revenu*. L'expression « fiducie de revenu » peut être utilisée au sens large pour désigner une gamme d'entreprises et de modèles ou au sens étroit pour dénoter un sous-ensemble de cette catégorie d'actifs. Elle englobe ici les fiducies de redevances, les fiducies de placement immobilier et les fiducies commerciales, fondées sur l'exploitation de divers types d'entreprises.

Les fiducies de revenu ont enregistré une croissance phénoménale au cours des deux dernières années. Leur capitalisation boursière totalisait 45 milliards de dollars à la fin de 2002 et représentait environ 6 % de celle de la Bourse de Toronto. Il s'agit là d'une progression remarquable si l'on pense que leur capitalisation boursière totale s'établissait à 29,5 milliards de dollars à la fin de 2001 et à seulement 2 milliards de dollars à la fin de 1994. L'essor exceptionnel de cette catégorie d'actifs résulte de l'appréciation de la valeur des fiducies de revenu existantes, de l'émission de parts par l'entremise de premiers appels publics à l'épargne et de la vente de nouvelles parts par les fiducies existantes.

La fiducie de revenu a pour objectif de maximiser les recettes générées par un groupe d'actifs productifs, celles-ci étant habituellement versées aux porteurs de parts à intervalle mensuel. La fiducie maximise les sommes distribuées en réduisant le plus possible, voire en éliminant le paiement d'impôts par la société en exploitation propriétaire des actifs. En d'autres termes, la fiducie de revenu est un instrument qui permet le transfert en franchise d'impôt du revenu aux investisseurs, entre les mains de qui il est imposé.

L'évaluation d'une fiducie de revenu est semblable à celle de tout autre titre de participation. Les porteurs de parts actualisent les flux de trésorerie futurs qu'ils peuvent s'attendre à recevoir en appliquant un taux d'actualisation qui reflète l'incertitude à laquelle l'entreprise est exposée et sa structure de capital. L'évaluation d'une fiducie de revenu comporte trois étapes fondamentales : une analyse des bénéfices distribuables, une étude de la structure du capital et une comparaison de la fiducie de revenu à d'autres fiducies appartenant au même secteur d'activité ou exploitant le même type d'entreprise. Pour bien juger des risques et des rendements en jeu, il faut évaluer les fiducies de revenu du secteur d'activité concerné les unes par rapport aux autres, en comparant les multiples de leurs flux de trésorerie sous l'angle de leur niveau d'endettement, de l'incertitude propre au

\* Le présent article constitue une synthèse d'un document de travail récemment publié par la Banque du Canada (King, 2003).

secteur d'activité et du régime fiscal auquel sont assujettis les différents types de revenus distribués.

Les entreprises et les investisseurs ont tous deux bénéficié du développement des fiducies de revenu. Les premières ont tiré des gains substantiels de la vente d'actifs sur ce marché. Elles ont pu ainsi mobiliser des capitaux importants en vendant des actifs arrivés à maturité pour en remettre le produit aux actionnaires ou l'investir dans des projets offrant un potentiel de croissance et de rentabilité supérieur. Ce mode de financement s'est révélé particulièrement avantageux pour les petites entreprises et les sociétés qui ne pouvaient accéder aux marchés boursiers canadiens à des conditions intéressantes. Pour leur part, les investisseurs dans ce genre de produit ont perçu des rendements élevés au cours des dernières années — au moment même où les marchés boursiers canadiens essayaient des pertes considérables et où les taux d'intérêt touchaient leurs plus bas niveaux. Un taux de distribution des bénéfices plus élevé réduit la nécessité d'un suivi attentif du travail des gestionnaires, les investisseurs décidant eux-mêmes de la façon de réinvestir leurs gains au lieu d'en laisser le soin à la direction de l'entreprise.

## Questions soulevées par les fiducies de revenu

L'investisseur doit prendre en considération plusieurs facteurs au moment d'évaluer une fiducie de revenu. Ceux-ci peuvent être regroupés en quatre grandes catégories : les facteurs d'ordre juridique et réglementaire, les questions de gouvernance, les facteurs liés au type de société en exploitation et les caractéristiques du marché des fiducies de revenu.

Les facteurs d'ordre juridique et réglementaire englobent la responsabilité personnelle potentielle des porteurs de parts, la possibilité d'un changement de régime fiscal et le traitement réservé aux porteurs de parts en cas de faillite. Certaines provinces se sont penchées sur la question de la responsabilité des porteurs de part. Ainsi, le gouvernement ontarien a présenté un projet de loi visant à limiter la responsabilité des porteurs de parts ontariens, la *Loi de 2003 sur la responsabilité des bénéficiaires d'une fiducie* (Ontario, 2003)<sup>1</sup>. Hayward (2002) analyse les incidences fiscales de cette catégorie d'actifs.

Même si elle présente des similitudes avec la société par actions, la fiducie de revenu relève d'un

code juridique particulier dont les exigences diffèrent en matière de gouvernance d'entreprise. Les porteurs de parts d'une fiducie de revenu sont représentés par un fiduciaire, dont les responsabilités sont énoncées dans un acte de fiducie. Les actifs appartenant à la fiducie de revenu peuvent être gérés par des gestionnaires internes travaillant à plein temps, comme dans une société par actions, mais cette tâche peut également être confiée par contrat à une autre entreprise en vertu d'une convention de gestion. Les investisseurs doivent étudier de près ces documents afin de comprendre qui sont le fiduciaire et les gestionnaires, les incitations auxquelles ces derniers obéissent, leur mode de rémunération et les exigences de divulgation, notamment en ce qui a trait aux risques de conflits d'intérêts. Les porteurs de parts doivent également savoir que leurs droits aux yeux de la loi sont plus restreints que ceux des actionnaires d'une société.

Parmi les facteurs liés au genre d'entreprise exploitée, signalons i) le fait que les emprunts bancaires garantis et autres dettes ont priorité sur le droit de créance des porteurs de parts sur les actifs productifs de revenu; ii) la question de la viabilité des flux de trésorerie que l'on prévoit tirer de ces actifs; et iii) le niveau d'endettement de la société en exploitation. Les modèles d'entreprise ne se prêtent pas tous à la mise sur pied d'une fiducie de revenu. Par exemple, ce genre de structure est approprié aux entreprises qui génèrent un flux continu de revenus et dont les actifs n'exigent pas d'importants investissements pour que leur productivité se maintienne. Compte tenu de la multiplication rapide des fiducies de revenu dans divers secteurs d'activité, les investisseurs doivent examiner soigneusement les principales hypothèses qui sous-tendent les objectifs de rendement de la fiducie, afin de s'assurer de leur caractère réaliste à long terme.

Enfin, en ce qui concerne le marché, trois points méritent d'être soulignés : la sensibilité de la valeur des fiducies de revenu aux fluctuations des taux d'intérêt, le niveau des primes de risque et la liquidité du marché secondaire. Bien que les conditions du marché aient été favorables aux fiducies de revenu depuis deux ans, le retournement de la conjoncture externe observé au quatrième trimestre de 2002 a entraîné un recul de la valeur de cette catégorie d'actifs. En 2003, la forte variabilité des résultats affichés d'une fiducie de revenu à l'autre témoigne de l'appréciation plus fine que les investisseurs font des perspectives futures des diverses fiducies.

---

1. L'adoption de cette loi a été retardée par l'élection ontarienne.

Ces considérations ont amené Standard & Poor's à offrir un nouveau produit en 1999 : une note de stabilité, dont l'objet serait de mesurer la viabilité et le degré de variabilité des flux de trésorerie distribuables à moyen et long terme (Standard & Poor's, 2002). L'attribution d'une note de stabilité est facultative et nécessite un débours de la part de la fiducie de revenu. À la fin de 2002, seulement 25 fiducies de revenu canadiennes avaient demandé à Standard & Poor's une note de stabilité.

## Conclusion

Une meilleure compréhension des questions que soulèvent les fiducies de revenu permettra aux investisseurs de rechercher le rendement approprié au niveau de risque qu'ils sont disposés à assumer. La tenue variable de cette catégorie d'actifs au cours de l'année 2003 donne à penser que les fiducies de revenu ont atteint une nouvelle phase de leur évolution, qui se caractérisera par une croissance plus faible dans l'avenir.

## Bibliographie

- Ontario (2003). « Loi de 2003 sur les bons choix (mesures budgétaires) », mars. Document accessible à l'adresse <http://www.gov.on.ca/FIN/french/media/2003/bkf-budbill.htm>
- Hayward, P. (2002). « Income Trusts: A “Tax-Efficient” Product or the Product of Tax Inefficiency? », *Revue fiscale canadienne*, vol. 50, p. 1529-1569.
- King, M. (2003). « Income Trusts—Understanding the Issues », document de travail n<sup>o</sup> 2003-25, Banque du Canada.
- Standard & Poor's (2002). « Canadian Stability Ratings: Methodological Framework », 26 septembre.