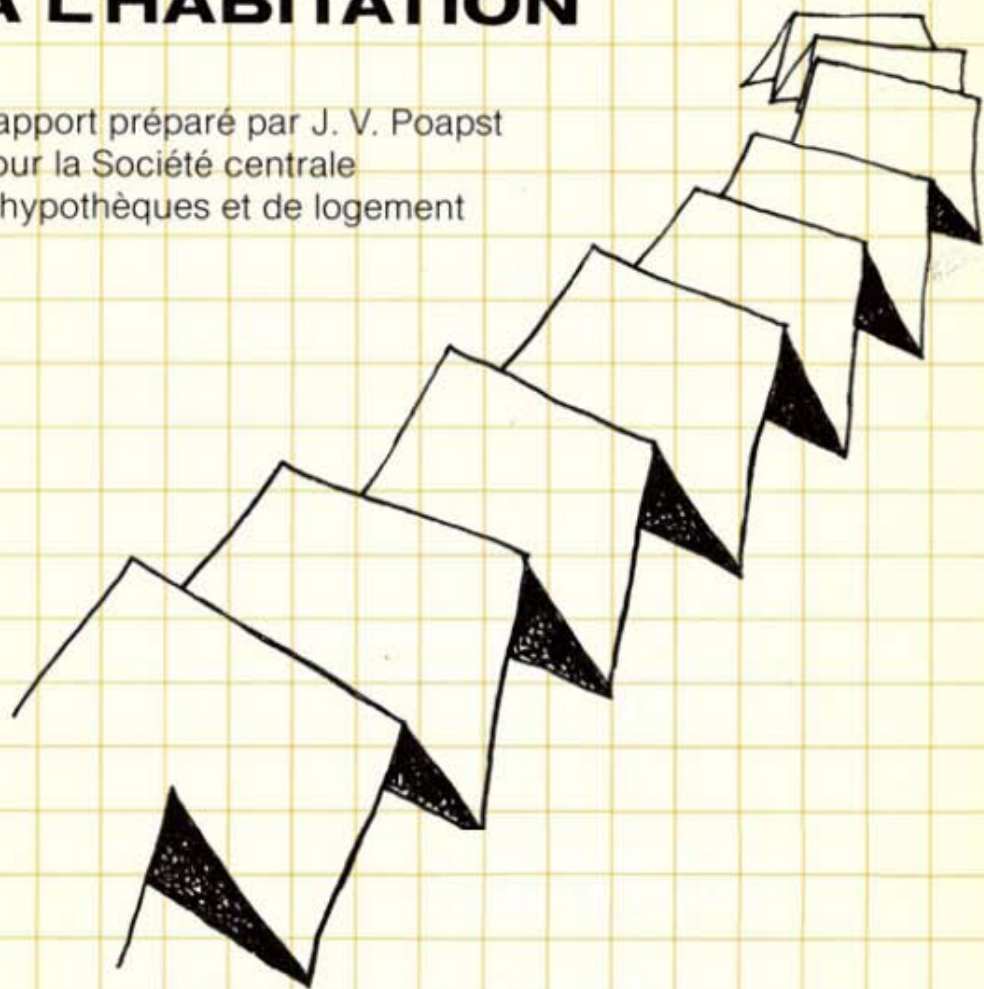


DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION

Rapport préparé par J. V. Poapst
pour la Société centrale
d'hypothèques et de logement



Volume II Compagnies de
placements hypothécaires

DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES CRÉANCES
HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION

Volume II
Compagnies de placements hypothécaires

*Rapport préparé par J. V. Poapst
pour la Société centrale d'hypothèques et de logement*

Avant-propos

En 1970, une équipe spéciale d'étude était mise sur pied, conjointement par le ministre d'Etat chargé des Affaires urbaines et par la Société centrale d'hypothèques et de logement, et avait pour tâche de rechercher et de proposer des mesures législatives pour la création d'éventuels nouveaux mécanismes de financement dans le marché hypothécaire. Trois possibilités de base furent étudiées par l'équipe, à savoir: la constitution d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation; la constitution de compagnies de placements hypothécaires; les prêts hypothécaires à taux d'intérêt variable.

On estima que les rapports d'étude et autres documents mis à la disposition de l'équipe lors de ses discussions pourraient bien présenter un certain intérêt aux yeux d'un plus vaste public. C'est ainsi qu'on trouvera dans le présent ouvrage—deuxième d'une série de trois volumes—les éléments de recherche relatifs au rôle et à la raison d'être des compagnies de placements hypothécaires.

La plupart des éléments contenus dans ce volume sont inédits; quant aux autres, ils ont été remaniés et y sont présentés d'une façon originale. Cette documentation devrait constituer une source de connaissances utiles pour fins de discussion publique, s'étant d'ailleurs déjà avérée des plus efficace à l'heure des débats législatifs. Elle devrait soulever également un intérêt considérable dans le monde académique canadien, et, à un degré moindre, chez les observateurs étrangers.

Il peut être intéressant de noter ici que la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles, le Bill C-135, a été présentée à la Chambre des Communes le 1er février 1973. Le nouveau projet de loi visait à l'établissement d'une telle société de commercialisation de créances hypothécaires—ce dont il est traité dans le volume I—et prônait en outre celui de compagnies privées de placements hypothécaires—sujet qui fait l'objet du présent volume.

Remerciements

La présente étude est le fruit du travail de nombreuses personnes. M. T.F. Tyson, président de Long Range Planning Limited, a participé à l'étude de quatre manières différentes: comme directeur de l'étude pour le projet: comme auteur du chapitre 10; comme participant aux travaux effectués à l'extérieur, et comme coordonnateur de l'équipe spéciale.

M. Micheal B. Davies, de McLeod, Young, Weir & Company Limited, a préparé, au nom de cette firme, à l'intention de l'équipe spéciale, un rapport intitulé *Real Estate Investment Funds: Financial, Marketing, Operational and Regulatory Aspects* (soumis le 11 juin 1971). M. D.A.B. Steel, associé de l'étude de MM. Borden, Elliot Kelly et Palmer a agi pour le compte de cette étude en fonction de conseiller juridique pour la préparation du rapport de M. Davies. M. Benito M. Lopez, Jr., de la firme Dewey, Ballantine, Bushby, Palmer et Wood de la ville de New York, a donné son aide sur le sujet de la Loi sur les sociétés par opposition à la Loi sur les trusts pour les "Reits" des Etats-Unis. MM. J.P. Lounsbury et C.V. McKenzie du département de l'économique de la banque Toronto Dominion ont contribué la matière statistique pour le rapport. La matière des chapitres 3, 4, 5 et 9 et de l'annexe B provient de l'étude de M. Davies.

Le docteur J.S. Peterson de McMillan Binch, pour le compte de cette firme, a préparé à notre intention un rapport intitulé *Real Estate Investment Funds: Legal and Tax Aspects* (soumis le 11 juin, 1971) dont les présents chapitres 6 et 7 sont des extraits. Le chapitre 11, également du docteur Peterson, fut à l'origine présenté comme causerie sur les trusts d'investissement immobilier (REITS) au congrès annuel de 1972 de Canadian Tax Foundation. Le texte est reproduit dans le présent volume avec des changements mineurs seulement, grâce à la généreuse permission de l'auteur et de Canadian Tax Foundation.

Arthur Andersen et Compagnie ont préparé, à l'intention de l'équipe spéciale, le rapport intitulé *Real Estate Investment Funds — U.S. and Canadian Tax Aspects* (soumis le 1er juin 1971). M. R.M. Wingfield C.A., fut directement responsable de la préparation du rapport pour le compte de cette firme et a contribué la matière applicable au Canada telle qu'elle apparaît au chapitre 8 et à l'annexe C du présent volume.

Le docteur E. Sussman, directeur-adjoint de la division de l'Economique et de la Statistique, Société centrale d'hypothèques et de logement, a surveillé

la préparation de l'annexe A et en a corrigé les placards. Tout au long de son travail, l'équipe spéciale a pu se prévaloir fort heureusement de sa connaissance étendue de la politique gouvernementale en matière de logement ainsi que de la politique visant le marché hypothécaire au Canada et aux Etats-Unis.

Le professeur C.C. Potter, de l'Université Sir George Williams, était un membre de l'équipe d'étude pour le projet et a contribué un rapport intitulé *Real Estate Investment Funds — Historical Development and Capital Market Implications* (soumis le 16 juin, 1971). Mme. H. Boschen, alors membre de Wood Gundy Securities Limited, nous a préparé un mémoire sur les trusts d'investissement immobilier (REITS) au Canada. Le professeur E.P. Neufeld, du département de l'Economique politique de l'Université de Toronto, a fait fonction de conseiller pour l'équipe spéciale.

M. M.J.C. Boyd, de Boyd, Stott, McDonald Limited, en fonction de directeur de l'équipe spéciale, a participé aux travaux sur les trusts d'investissement immobilier (REITS) et les compagnies de placements hypothécaires tout au long du projet; il a dirigé nombre de discussions sur les problèmes visant à promouvoir la croissance d'un marché hypothécaire à l'habitation dont l'extrait de son mémoire établit la portée, tel qu'il est reproduit au chapitre 1.

Finalement plusieurs hauts fonctionnaires du gouvernement fédéral et dirigeants d'établissements financiers du secteur privé, au Canada et aux Etats-Unis, nous ont fait part de leur point de vue.

En fonction de directeur de la recherche pour l'équipe spéciale, je désire remercier toutes les personnes susmentionnées de l'aide qu'elles nous ont accordée pour nos travaux de recherche. Les opinions exprimées aux chapitres 6 et 7 sont les opinions de l'étude de droit McMillan, Binch; les opinions exprimées au chapitre 8 sont les opinions de la firme de comptables Arthur Andersen and Co. Par ailleurs, comme il est d'usage, les opinions exprimées dans le présent volume sont celles de leurs auteurs et ne correspondent pas nécessairement à celles des établissements auxquels ils sont associés.

En dernier lieu, je tiens à remercier tout particulièrement Mlle Christine Purden qui s'est chargée de la rédaction finale du document anglais.

J.V. Poapst

Professeur des finances
Faculté des études administratives
Université de Toronto

septembre 1973

Table des matières

Chapitre 1

Introduction *par J. V. Poapst*

	Page
I LA POLITIQUE DU LOGEMENT DU GOUVERNEMENT ET LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES	3
II PERSPECTIVES DE LA DEMANDE ET DE L'APPORT DES FONDS SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE	5
III LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE ET LE RESSERREMENT MONÉTAIRE	8
IV AMÉLIORATION DE L'APPORT PRIVÉ DE FONDS HYPOTHÉCAIRES	11
V FACTEURS RELATIFS AU CHOIX DES TROIS PROJETS	14
VI CONTENU DU VOLUME II	22

Chapitre 2

L'intermédiaire financier et la compagnie de placements hypothécaires

par J. V. Poapst

I INTERMÉDIAIRE FINANCIER	24
II LES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES	27

Chapitre 3

Le trust d'investissement immobilier (REIT) aux Etats-Unis

par Michael B. Davies

I HISTORIQUE	33
1. Résumé des antécédents jusqu'en 1960	33
2. Financement par le trust d'investissement immobilier depuis 1960	35

	Page
II SOMMAIRE DE LA LÉGISLATION FISCALE	40
1. Admissibilité d'un trust d'investissement immobilier	40
2. Propriété en fiducie	41
3. Limites de revenu	41
4. Exigences à l'investissement	41
5. Menace d'incapacité et protection — code du revenu interne IRC	42
6. Définitions	42
7. Mesures fiscales	43
III GENRES DE TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	44
1. Trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement	44
2. Trust d'investissement immobilier à long terme	46
3. Trusts d'investissement immobilier à échéances multiples	47
4. Autres trusts d'investissement immobilier	47
IV ORGANISATEURS ET CONSEILLERS DE TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	47
1. Trusts d'investissement immobilier de banques d'affaires	49
2. Trusts d'investissement immobilier de compagnies d'assurance-vie	51
3. Trusts d'investissement immobilier de conglomérat financier	52
4. Trusts d'investissement immobilier de banquiers hypothécaires ..	52
5. Autres trusts d'investissement immobilier	52
V ORGANISATION	53
VI GESTION D'UN TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	57
1. Gestion du passif	57
2. Gestion de l'actif	66

Chapitre 4
Le statut des trusts d'investissement immobilier au Canada,
au début de 1971

par Michael B. Davies

	Page
I PROBLÈMES DES PROMOTEURS DE TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	73
II HISTORIQUE SOMMAIRE DE TROIS TRUSTS	75
1. Britannica House Trust	75
2. Royal Trust M Fund	76
3. First Toronto Mortgage Trust	79
III L'INDUSTRIE DES FONDS MUTUELS AU CANADA — UNE COMPARAISON	80

Chapitre 5
Domaine d'application des fonds d'investissement
immobilier au Canada

par Michael B. Davies

I FINANCEMENT IMMOBILIER AU CANADA	83
1. Pratiques de prêt intérimaire au Canada	83
2. Structure du taux d'intérêt des prêts intérimaires à l'immeuble, au Canada	84
3. Taux d'intérêt hypothécaires à long terme au Canada	86
4. Le marché hypothécaire et immobilier au Canada	88
5. Marchés immobilier et hypothécaire futurs au Canada	91
6. Impact sur les entrepreneurs immobiliers	92
7. Le fonds d'investissement immobilier et les établissements financiers existants	93

	Page
II INTÉRÊT DU MARCHÉ À UN FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER AU CANADA	95
1. Intérêt de l'investisseur canadien	95
2. Intérêt des non résidents	96
3. Moment propice et problèmes d'expansion	97
III NÉCESSITÉ DU TRAITEMENT FISCAL DE CANALISATEUR	98
IV UNE SOCIÉTÉ PAR OPPOSITION AU TRUST	100

Chapitre 6

Le fonds d'investissement immobilier — aspects hors fisc

par J. S. Peterson

I EXIGENCES D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	104
1. Le fonds comme canalisateur	104
2. Nature des investissements	104
3. Propriété	105
4. Mise en commun des ressources	105
5. Diversification	105
6. Compétence en investissement	105
7. Liquidité	105
8. Contrôle de l'investisseur	105
9. Protection de l'investisseur	105
10. Capitalisation	106
11. Durée	106
12. Responsabilité limitée	106
13. Acceptabilité de l'investisseur	106

	Page
II AUTRES FORMULES JURIDIQUES	106
1. Association en nom collectif	106
2. Syndicat financier	108
3. Trust (fiducie)	108
4. Corporations	113
5. Conclusion	115

Chapitre 7

Le fonds d'investissement immobilier et la fiscalité avant la réforme fiscale

par J. S. Peterson

I TAXATION DU TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	116
1. Taxés comme individu	116
2. Traitement fiscal comme canalisateur	117
3. Application du principe de canalisateur	117
4. Exception des non résidents	123
5. Conclusions	124
II TAXATION DES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	125
1. Taxation distincte des corporations et des actionnaires	125
2. Taxation des corporations à titre de canalisateur	126
3. Conclusions	127
III TAXATION DES FONDS MUTUELS	128
1. Définition d'un fonds mutuels	128
2. Taxation actuelle des fonds mutuels	129

	Page
IV AUTRES CONSIDÉRATIONS D'IMPÔT POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	134
1. Revenu d'affaires par opposition au revenu d'une propriété	134
2. Déductions du revenu	145
3. Imposition des gains de capital	147
4. Investisseurs non résidants dans les fonds d'investissement immobilier au Canada	148
5. Répartition du revenu aux provinces	148

Chapitre 8

Les fonds d'investissement immobilier et la réforme fiscale

par R. M. Wingfield

I PROPOSITIONS DE RÉFORME FISCALE	155
1. Gains de capital	156
2. Mise en commun des propriétés	158
3. Echappatoire fiscale	158
4. Intégration	159
5. Fonds mutuels	159
6. Trusts et corporations d'investissement	162
II INTERMÉDIAIRES	163
1. Comparaison du point de vue fiscal	163
2. Intérêt d'une société de fiducie	164
3. Obligations à intérêt variable	165
4. Compagnies d'assurance-vie	167
5. Compagnies d'investissement	169
6. Fonds mutuels	170
7. Fonds d'investissement immobilier au Canada	171
8. Les intermédiaires en général	171

	Page
III AUTRES CARACTÉRISTIQUES DES FONDS D'INVESTISSEMENT	
IMMOBILIER	172
1. Liquidité	172
2. Dépréciation et mouvement de comptant	174
3. Changements du niveau général des prix	174
4. Passivité	176
IV RÈGLES D'IMPÔT POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT	
IMMOBILIER CANADIENS	177
1. Besoin de règles	177
2. Statut	177
3. Nombre d'actionnaires	177
4. Commerce ou affaires	178
5. Actifs	178
6. Revenu	178
7. Administration	178
8. Pertes	179
9. Transmissions du revenu aux actionnaires	179
10. Transmission des gains de capital aux actionnaires	182
V RECOMMANDATIONS EN CE QUI CONCERNE L'IMPÔT	
SUR LE REVENU	183
1. Fiducies	184
2. Corporations	184

Chapitre 9
Règlements visant les titres

par Michael B. Davies

	Page
I RÉGLEMENTATIONS VISANT LES TITRES ET EXIGENCES VISANT LA BOURSE — CANADA	188
1. Règlements fédéraux et provinciaux des commissions de titres	188
2. Exigences visant la cote officielle à la bourse	190
II PROBLÈMES DE RÉGLEMENTATION PROPRES AUX FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	191
1. Problèmes de conflit	192
2. Honoraires	196
3. Effet spéculatif accru	197
4. Contrat de conseiller	198
5. Rapport	198
6. Prospectus “carte-blanche”	199
7. Capitalisation originale	199
8. Fonds d'investissement immobilier à capital fixe par opposition à ceux qui ont un capital variable	200
9. Investissements	200
III ADMINISTRATION DES RÈGLEMENTS	201

Chapitre 10
Caractéristiques proposées d'une société d'investissement
immobilier au Canada

par T. F. Tyson

	Page
I HYPOTHÈSES	202
1. Equivalence fiscale	202
2. Passivité	203
3. Echéances à long terme, à court terme et mixtes	203
4. Equilibre entre la protection de l'actionnaire et la latitude de l'entrepreneur-aménagiste	204
5. Rachat des actions	204
6. Législation habilitante	205
7. Dépréciation et cash flow	205
8. Conflits d'intérêts	205
9. Objectifs en logement et la loi fiscale	205
10. Financement contra-cyclique	206
II PROPOSITIONS DÉTAILLÉES	206
1. Incorporation et organisation	206
2. Capitalisation — dette et avoir	207
3. Droits et limitations des actionnaires	207
4. Principes directeurs d'investissement et tests	207
5. Principes directeurs de revenu et tests	209
6. Règles d'imposition	210
7. Tests de passivité	211
8. Principes et pratique de comptabilité	212
9. Effet spéculatif accru	213

Chapitre 11
Développements récents dans l'optique actuelle

par J. S. Peterson

	Page
I INTRODUCTION	214
II HISTORIQUE	215
1. Les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis	215
2. Livre blanc	215
3. Politique du logement au Canada	215
4. Autres développements en matière fiscale	215
5. Bill C-259	216
6. Investisseurs admissibles	216
7. Bill C-209	217
8. TDRI	217
9. Déclaration de politique de l'Ontario Securities Commission	218
III IMPÔT SUR LE REVENU	218
1. Trust d'investissement immobilier	218
2. Compagnies de placements hypothécaires	220
3. Aspects fiscaux internationaux	221
IV COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES PAR OPPOSITION AUX TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER	223
1. Juridiction de réglementation	223
2. Exigences visant l'actif	224
3. Effet spéculatif accru de la créance	224
4. Exigences minimales visant le capital	225
5. Sommaire	225
V CONCLUSION	225

Chapitre 12

Postface *par J. V. Poapst*

	Page
I LA COMPAGNIE DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES DU BILL C-135	227
II COMMENTAIRES	229
1. Compagnies de placements hypothécaires, sociétés de prêts et fonds mutuels à capital variable	229
2. Compagnies de placements hypothécaires et le financement de l'habitation	232
3. Compagnies de placements hypothécaires par opposition aux trusts d'investissement immobilier	233

Annexes

A Documentation <i>par E. Sussman et son personnel</i>	238
B Données sur les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis <i>par Michael Davies et son personnel</i>	271
C Données de documentation pour le Chapitre 8 <i>par R. M. Wingfield, C.A.</i>	288
D Extrait du Bill C-209	295
E Extrait du Bill C-135	303
F Ontario Securities Commission Déclaration de principe	314
G Equipe spéciale du projet sur les nouveaux mécanismes et les nouvelles institutions de financement — participants	332

Chapitre 1

Introduction

par J. V. Poapst

Un système financier bien établi rehausse la productivité, la croissance économique et l'emploi, à l'échelle nationale. Une des caractéristiques d'un tel système est la présence d'un jeu varié d'intermédiaires financiers efficaces. Généralement parlant, ces établissements sont tous dans le même genre d'affaires. Ils mobilisent tous des fonds auprès de nombreuses sources en créant des engagements financiers d'une forme ou d'une autre, qu'ils assument eux-mêmes, et ils cèdent les fonds à nombre d'usagers en échange de créances d'une forme ou d'une autre. Ce faisant, les intermédiaires offrent un service particulier. Ils réconcilient les différences entre les caractéristiques des créances que les sources d'épargne financière préfèrent, et les caractéristiques des engagements financiers que les usagers préfèrent souscrire. Pour offrir ce service, il faut disposer d'une série variée d'offres qui pourraient être obtenues auprès des banques, des compagnies d'assurance, des sociétés de fiducie et de prêt, des fonds d'investissement à capital variable et fixe, des coopératives de crédit, des sociétés à portefeuille et des courtiers en valeurs de placement.

Les intermédiaires financiers se distinguent tout d'abord selon leur genre d'actifs en portefeuille ou selon le genre d'engagements qu'ils émettent, ou encore, par la composition de leurs actifs ou la composition de leurs engagements financiers. La demande d'intermédiation financière évolue. A un moment quelconque de l'évolution du système financier d'un pays, il peut se poser une question à savoir si l'on peut admettre un nouveau genre d'intermédiaire financier; en d'autres mots, existe-t-il une nouvelle forme d'intermédiaire financier qui pourrait rapporter un rendement économique en rapport avec les ressources qui y sont engagées? Dans le contexte actuel, existe-t-il une nouvelle forme d'intermédiaires rentable qui pourrait offrir un financement à l'habitation?

Au cours des années récentes, une forme d'intermédiaire financier, soit le trust d'investissement immobilier, a surgi aux Etats-Unis. Ces trusts investissent dans les créances hypothécaires ou dans les droits de propriété immobilière tout simplement, ou encore dans une combinaison des deux, et ils émettent des actions et des créances pour financer leurs acquisitions. Il s'agit

typiquement d'établissements à capital fixe et les actions des plus grosses firmes et de certaines firmes moindres sont cotées à une Bourse ou plus. Ils sont admissibles à être tenus pour un canalisateur en ce qui concerne leur impôt sur le revenu. A condition qu'ils versent à leurs actionnaires une forte proportion précise de leurs revenus et qu'ils se conforment à certaines règles régissant leur comportement en investissement et en financement, le revenu n'est pas taxé alors qu'il est dans leurs mains mais seulement dans les mains des récipiendaires aux taux qui leur sont applicables. La présente étude porte sur une proposition qui autoriserait la formation au Canada d'une société équivalente nommément la compagnie de placements hypothécaires.

Le présent volume est le second d'une série de trois fondés sur des documents choisis qui ont été préparés pour l'équipe spéciale d'étude sur les nouveaux mécanismes et établissements de financement, créée en 1970 à la Société centrale d'hypothèques et de logement. On a confié à cette équipe spéciale la tâche d'étudier et de suggérer des moyens qui faciliteraient pour le secteur de l'investissement privé son accès au marché du financement de l'habitation. On l'a priée en particulier d'examiner trois innovations possibles dans le marché des hypothèques à l'habitation.

La première, qui fait le sujet du volume I, de la présente série consistait en la création d'une société de commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation, appelée à l'origine dans notre travail "banque centrale d'hypothèques". La deuxième était la création des compagnies de placements hypothécaires. Ces sociétés étaient appelées à l'origine dans notre travail du nom que portent les organismes analogues aux Etats-Unis, soit "Trust d'investissement immobilier" (REIT). La troisième innovation possible était l'hypothèque à modalités variables (HMV), qui prévoit une variation des conditions précises d'un prêt, particulièrement le taux d'intérêt et la période d'amortissement, selon des conditions établies d'avance pour la durée du contrat. Ces prêts répondent à l'appellation plus restreinte d'hypothèques à taux variable (HTV). L'hypothèque à modalités variables fait l'objet du volume III de la présente série.

Le travail de l'équipe spéciale a abouti à la présentation de recommandations au gouvernement fédéral en vue de l'adoption des trois mesures comme moyen d'augmenter le volume et d'améliorer les conditions et les modalités du financement privé de l'habitation au Canada. En mai 1972, le Bill C-209, Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles, fut déposé devant la Chambre des Communes par le ministre d'Etat chargé des affaires urbaines. Ce projet de loi auquel on a apporté certaines modifications, fut déposé de nouveau comme Bill C-135, le premier février 1973.¹ Cette loi prévoit la constitution d'une société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation (SCCHH) comme corporation de la Couronne, et la création de compagnies de placements hypothécaires (CPH),

¹ L'honorable Ron Basford, *la Loi sur le financement des hypothèques grevant les propriétés résidentielles*, notes sur le Bill C-209, déposée à la Chambre des communes, le 15 mai 1972. Voir chapitre 12 et les Annexes D et E du présent Volume en ce qui concerne les modifications relatives aux compagnies de placements hypothécaires (CPH).

comme forme spéciale de compagnie de prêts. Le Bill C-135 ne prévoit aucune disposition concernant les hypothèques à modalités variables.

Dans le présent volume, nous rencontrerons plusieurs descriptions de formules d'investissement immobilier. Nous commençons avec le trust d'investissement immobilier (REIT). Son homologue constitué en société est la société d'investissement immobilier. Les fonds d'investissement immobilier ont adopté légalement deux formules principales, nommément la société d'investissement immobilier et le trust d'investissement immobilier. L'investissement immobilier peut se faire dans plusieurs domaines mais les principaux sont les prêts et les valeurs hypothécaires. Ainsi les fonds d'investissement immobilier se répartissent dans les hypothèques, les valeurs ou des fonds mixtes suivant que l'un ou les deux genres d'actifs constituent leur portefeuille. Les compagnies de placements hypothécaires prévues dans le Bill C-135 investiraient dans les hypothèques seulement ou dans les hypothèques et les valeurs en propriété locative. Rien n'a été prévu pour que les sociétés investissent dans les valeurs immobilières seulement. Dans la présente étude, la compagnie de placements hypothécaires sert à représenter la formule proposée dans le Bill C-135.

I. LA POLITIQUE DU LOGEMENT DU GOUVERNEMENT ET LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES²

La politique du logement du gouvernement fédéral cherche à aider les Canadiens à atteindre des normes d'habitation plus élevées. L'amélioration des normes d'habitation pour une population rapidement croissante et mobile exige un niveau élevé de construction résidentielle. Ceci à son tour implique une forte demande de prêts hypothécaires à l'habitation, principal instrument du financement du capital immobilier résidentiel en formation. En outre, un apport de capitaux hypothécaires important et sans cesse croissant est nécessaire pour financer le renouvellement du stock d'habitations existantes qui s'impose quand les familles ajustent leurs conditions de logement à leurs besoins nouveaux et à des circonstances nouvelles. En aucun temps, les normes globales d'habitation sont déterminées par la comparaison entre les caractéristiques du stock de logements neufs ou existants et les besoins et les préférences de la population qui les occupe. Ainsi, les normes d'habitation sont fonction de la quantité, des modalités et des conditions d'obtention des fonds hypothécaires disponibles.

En poursuivant ses objectifs relatifs à l'habitat, le gouvernement fédéral a depuis longtemps cherché à accroître la participation du secteur privé dans le financement de nouveaux logements. En fait, ce fut un des buts des Lois sur l'habitation dès leur apparition en 1935. Ce fut la principale raison de l'admission des Banques à Charte aux prêts selon la "Loi nationale sur l'habitation" (LNH) en 1954, et, en même temps, du passage des prêts conjoints des secteurs privé et public aux prêts assurés consentis par le secteur privé. A la différence du système de caisse de garantie du gouvernement qui pro-

²La teneur des sections I à V inclusivement, du présent chapitre, est presque identique dans les trois volumes de cet ouvrage. Les lecteurs qui connaissent bien cette matière pourraient, s'ils le préfèrent, passer à la dernière section qui décrit la teneur de la présente étude.

tégeait contre la perte la part du prêteur privé dans un prêt conjoint, l'assurance-prêt fut rendue transférable de façon à ce que les investisseurs ne désirant pas ou ne pouvant pas participer au marché primaire puissent acquérir des créances LNH grâce à des achats sur le marché secondaire.

Au cours des années 60, plusieurs mesures furent prises pour augmenter l'apport du secteur privé de capitaux hypothécaires à l'habitation. La Société Centrale d'Hypothèques et de Logement essaya d'accroître l'intérêt des investisseurs pour les créances hypothécaires LNH en procédant à une série de ventes aux enchères de créances provenant de son portefeuille. Pour inciter les courtiers à participer à ce marché d'investissement, ils furent invités à y faire des offres. Au total, treize ventes aux enchères eurent lieu entre janvier 1961 et mai 1965, au cours desquelles plus de \$300 millions de créances hypothécaires LNH furent vendues. (Voir *Tableau A-23*). L'augmentation des taux d'intérêt et la rareté de l'argent amenèrent l'interruption de ces ventes. Elles ne furent pas reprises.

Pour améliorer la liquidité du marché des créances hypothécaires LNH, on créa en décembre 1962 un fonds de \$100 millions pour le rachat d'hypothèques et de prêts, en conformité des stipulations de l'article 11 de la Loi nationale sur l'habitation (LNH) afin de permettre à la SCHL d'agir comme prêteur de dernier ressort. Les conditions d'emprunt furent établies sur une base relativement répressive—"financement suicide" comme les qualifia un professionnel—et cette facilité d'emprunt n'a jamais été utilisée de façon très énergique.

Quoiqu'on ne puisse prétendre que ces deux mesures ont beaucoup contribué au développement du marché des créances hypothécaires à l'habitation, elles constituèrent des antécédents aux deux fonctions proposées pour la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation.

A une certaine époque, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires LNH et les prêts des banques à charte étaient soumis à des plafonds. Les modalités régissant le taux d'intérêt selon la LNH prévoyaient un changement du plafond de temps à autre mais exigeaient qu'au moment où un nouveau taux était fixé, il ne pouvait excéder le taux courant des obligations à long terme du Canada de plus de 2¼ pour cent. Le plafond pour les prêts des banques à charte était de 6%. En décembre 1959, quand le plafond selon la LNH atteignit 6¾ pour cent, les banques à charte qui pouvaient du point de vue légal continuer à prêter à 6 pour cent mais en étaient devenues incapables du point de vue tactique se retirèrent de la scène. La révision de la Loi sur les banques, en mai 1967, permit aux banques à charte de reprendre leurs activités dans les prêts LNH sur une grande échelle, et les autorisa à s'engager dans les prêts conventionnels sur une base restreinte.

Le consentement de prêts hypothécaires assurés sous la LNH fut rendu plus intéressant par la suite. En trois étapes, se terminant en juin 1969, le taux d'intérêt fut libéré, de façon à ce que les prêteurs agréés ne soient pas périodiquement détournés de ce domaine par un taux maximum sans attrait. En juillet 1969, on introduisit le prêt LNH de 5 ans renouvelable pour attirer les prêteurs à moyen terme, en particulier les compagnies de fiducie et les compagnies de prêt. En même temps, on autorisa les prêts avec participation dans le droit de propriété sur les habitations à loyer afin d'adapter le prêt

assuré aux exigences des prêteurs cherchant à protéger leurs capitaux contre l'érosion causée par l'inflation. En février 1968, la période de non remboursement anticipé fut prolongée pour attirer les prêteurs à long terme.

Pendant ce temps, des mesures furent prises pour rendre plus libérales les modalités autres que l'intérêt des emprunts hypothécaires. Le montant maximal des prêts LNH fut élevé par paliers successifs jusqu'au niveau actuel de \$25,000.³ pour une propriété unifamiliale afin d'empêcher des augmentations exagérées de la mise de fonds exigible, alors que le prix des maisons augmentait. Le rapport maximal prêt-valeur d'emprunt LNH fut augmenté par paliers successifs jusqu'à 95 pour cent pour les premiers \$20,000. et à 80 pour cent pour le reste, et ceci pour réduire encore la mise de fonds exigible. Afin d'abaisser les paiements mensuels, la période maximale d'amortissement des prêts LNH fut portée de 35 à 40 ans. Les maisons existantes furent admises en plusieurs étapes à bénéficier des prêts assurés sous la LNH. Finalement, le rapport prêt-valeur pour les prêts conventionnels consentis par les compagnies d'assurances enregistrées au niveau fédéral, par les compagnies de prêt et les compagnies de fiducie fut porté à 75 pour cent. On autorisa les prêts hypothécaires assurés par l'entreprise privée et pour ces prêts assurés, le rapport prêt-valeur maximal fut fixé à 90 pour cent. Ces amendements augmentèrent la demande de capitaux hypothécaires.

Le résultat net de toutes ces mesures fut que le gouvernement continua à fournir de fortes quantités de fonds hypothécaires. Les prêts hypothécaires consentis sous la Loi nationale de 1954 sur l'habitation, pendant la période s'étendant de 1954 à 1971 s'élèvent au total à \$15.4 milliards. De cette somme, \$8.8 milliards, soit 57 pour cent, furent fournis par des prêteurs du secteur privé et 6.6 milliards, soit 43 pour cent, furent approuvés par la SCHL. Sur la part de la SCHL, 64 pour cent servit au financement d'habitations privées en vente ou à louer aux prix du marché et 36 pour cent à celui d'unités de logement à des loyers inférieurs au marché pour les familles à faible revenu ou pour d'autres fins particulières.⁴

II. PERSPECTIVES DE LA DEMANDE ET DE L'APPORT DES FONDS SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Les prévisions à long terme relatives aux besoins de logement pour les années 1970, préparées à la SCHL et basées sur les facteurs démographiques, ont fait ressortir la nécessité d'un volume plus élevé de construction d'unités de logement si les normes d'habitation devaient continuer à s'améliorer.⁵ Dans le discours du trône inaugurant la deuxième session de la 28^{ème} législature en 1969, le gouvernement s'engagea à exécuter un programme de construction domiciliaire d'un million d'unités de logement dans la période de 5 ans, de 1970 à 1974. Ceci représentait 19 pour cent de plus que le

³Des amendements apportés à la réglementation des prêts en vertu de la LNH le 24 août 1972 ont porté le montant maximal des prêts à \$30,000 et le pourcentage du prêt à 95 pour cent de la valeur d'emprunt.

⁴Société centrale d'hypothèques et de logement, *Statistique du logement au Canada, 1971* (Ottawa: SCHL, 1972), p. 23.

⁵Goracz, Albert B., *Housing Requirements to 1981*, Technical Paper No. 3, Société centrale d'hypothèques et de logement, 4 février 1969, mimeo.

nombre d'unités parachevées dans les cinq ans précédents. Dans son rapport annuel pour 1970, la SCHL fit observer que même ce volume de construction ne pourrait soutenir l'allure d'amélioration des normes d'habitation à laquelle on était arrivé au cours des dernières années.⁶

Que les normes d'habitation aient à s'améliorer à une allure plus faible, comme auparavant ou à une meilleure allure, une demande plus importante de fonds hypothécaires était prévue. Les prévisions à long terme de la demande en fonds LNH et en fonds conventionnels, préparées en 1970 par la SCHL pour utilisation interne, faisaient ressortir un besoin de fonds publics encore plus grand dans les années à venir si les objectifs du gouvernement relatifs au logement devaient être atteints.⁷ Le gouvernement ne désirait pas s'engager à fournir de tels niveaux de fonds hypothécaires pour des familles qui étaient en mesure d'obtenir des logements adéquats à même leurs propres ressources. Il souhaitait consacrer une plus grande part des disponibilités qu'il destinait au logement, au secteur de la population à faibles revenus. Il voulait également réduire le coût du financement de nouvelles habitations.⁸ Il y avait donc là un désir de faciliter l'accession de l'épargne privée au financement du logement.

Pendant ce temps, des changements de structure intervinrent dans le secteur des intermédiaires financiers qui créèrent des incertitudes quant au taux de croissance à long-terme de l'apport des capitaux hypothécaires privés. L'actif total des compagnies de fiducie et des compagnies de prêt s'accrût plus rapidement dans les années 1960 qu'il ne l'avait fait dans les années 1950 et les deux types d'institutions présentaient une proportion élevée de prêts hypothécaires par rapport à leur actif total. (*Tableau 1-1*). Les compagnies de fiducie et les compagnies de prêt sont cependant les plus petits des principaux intermédiaires financiers qui transigent activement dans le domaine du prêt hypothécaire. Le portefeuille de créances hypothécaires des compagnies d'assurance-vie était, en 1970, de 15 pour cent plus élevé que celui des compagnies de prêts et des compagnies de fiducie réunies, un ensemble d'actif total plus élevé de 50 pour cent et un rapport hypothèques-

⁶Société centrale d'hypothèques et de logement, *Rapport annuel, 1970* (Ottawa: CMHC, 1971), p. 8.

⁷Les prévisions indiquaient que, si les tendances récentes persistaient, la proportion des dépenses annuelles pour la construction résidentielle qui était financée par les prêts hypothécaires consentis par les principales institutions de prêt tomberait de la moitié environ des dépenses totales en 1969 à environ deux cinquièmes des \$5 milliards de dépenses prévues pour 1975. J. V. Poapst, "R and D in the Mortgage Market", dans *Les prêts hypothécaires, une forme d'investissement pour les régimes fiduciaires de pension* (Ottawa: Société centrale d'hypothèques et de logement, 1971), p. 60.

⁸En déposant le Bill C-209, le Ministre d'Etat, chargé des Affaires urbaines, décrivait en ces termes la politique récente en regard du financement à l'habitation:

"Les politiques du gouvernement fédéral au cours des dernières années ont tendu à faire naître de nouvelles sources de capitaux pour financer la construction de la propriété résidentielle. Le but a été triple:

- a) Assurer un apport important et adéquat de capital hypothécaire privé pour répondre aux besoins des acheteurs d'habitations à revenu moyen et modéré.
- b) Permettre aux fonds du gouvernement fédéral d'être de plus en plus consacrés à pourvoir des logements aux classes à faible revenu et aux citoyens âgés, dont les besoins ne peuvent être satisfaits par le libre jeu des forces du marché.
- c) Réduire, là où c'était possible, le coût des capitaux pour le financement de la construction résidentielle."

L'honorable Ron Basford, *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, p. 1.

Tableau 1-1

INDICATEURS DES MODIFICATIONS DE STRUCTURE DANS LES APPORTS
DE FONDS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION PAR
LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS
CANADA 1970

	Accroissement de l'actif total en %		% du total de l'actif en 1970		Créances hypothécaires ¹ en pourcentage de l'actif total—1970
	1950-60	1960-70	Excl. T.F.C.	Incl. T.F.C.	
Compagnies d'assurance sur la vie	102	89	21	18	50
Compagnies de fiducie	207	404	9	8	58
Compagnies de prêt	126	313	5	4	76
Compagnies de fiducie et de prêt	167	367	14	12	65
Banques à charte	79	180	65	57	3
Total relatif aux insti- tutions de prêt	91	168	100 ²	87	22
Fonds de caisses de retraite fiduciaires	—	209	—	13 ³	9 ⁴
Total	—	171	—	100 ⁴	20

¹Y compris les hypothèques grevant des propriétés non résidentielles.

²\$72,867 millions.

³\$11,059 millions sur lesquels \$1,022 millions étaient des hypothèques à l'exclusion de l'actif détenu en fonds communs.

⁴Ne comprend pas les créances hypothécaires détenues en fonds communs. Les fonds communs constituaient 7,3% de l'actif total.

Sources: Tableaux A-6, A-7, et A-8.

actif de plus de trois quarts de celui de ces dernières. L'actif des compagnies d'assurance-vie s'accrut à un rythme plus lent dans les années 60 que dans les années 50.

Les compagnies d'assurance-vie avaient été longtemps la source principale de l'apport des fonds hypothécaires pour les nouvelles constructions résidentielles. Une raison importante du ralentissement de leur croissance fut la montée des caisses de retraite fiduciaires. Les épargnes destinées à la retraite qui seraient jadis allées à des régimes de groupe de rente s'en vont maintenant souvent vers des régimes de retraite non assurés. De 1960 à 1970, alors que l'actif des compagnies d'assurance-vie s'accroissait seulement de 89 pour cent, l'actif des caisses de retraite fiduciaires augmentait de 209 pour cent. En 1970, l'actif de ces dernières avait atteint près des deux tiers de celui des compagnies d'assurance-vie et avait égalé celui des compagnies de prêt et des compagnies de fiducie réunies. En 1970, seulement 9 pour cent de l'actif des caisses de retraite fiduciaires était investi dans les hypothèques, à l'exclusion du petit montant détenu en fonds commun.

Les banques à charte sont de loin les intermédiaires financiers les plus importants. Leur actif total était en 1970 environ les deux tiers de celui de toutes les principales institutions de prêt et les caisses de retraite fiduciaires réunies. Leur actif s'accrut dans les années 60 plus rapidement que dans les années 50. Leur retour dans le domaine des prêts hypothécaires LNH en 1967 et les pouvoirs nouvellement acquis en même temps de s'engager dans le prêt conventionnel eurent de façon évidente des implications positives et

importantes dans la croissance de l'apport privé des fonds hypothécaires à l'habitation.

Dans le contexte de 1970, il n'était pas tout à fait clair quelle pourrait être l'importance de la contribution des banques à charte dans l'avenir immédiat. Les créances hypothécaires ne représentaient à cette époque que 3% de leur actif total. Le volume de leurs approbations de prêt était à la hausse en 1970, mais il avait diminué en 1969 en rapport avec l'année précédente. Les banques les plus importantes avaient constitué des filiales hypothécaires pour capter des fonds supplémentaires spécialement pour le marché des créances hypothécaires par l'émission d'obligations et d'effets à court terme garantis par le portefeuille hypothécaire de la société filiale. Cependant, ceci est le domaine de l'intermédiation financière depuis longtemps pratiquée par les compagnies de fiducie et par les compagnies de prêt, de sorte que l'expansion substantielle des filiales des banques fut partiellement financée aux dépens de la croissance de l'actif des intermédiaires traditionnels qui étaient fortement engagés dans le prêt hypothécaire.

III. LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE ET LE RESSERREMENT MONÉTAIRE

Le programme quinquennal du logement démarra lentement. L'activité sur le marché du prêt hypothécaire à l'habitation baissa. Le montant des prêts consentis par les institutions de prêt pour la construction de nouveaux logements diminua de 17 pour cent de 1969 à 1970. Les mises en chantier d'unités d'habitations diminuèrent de 9% pour tomber à 191,000 unités. La chute aurait été plus brutale s'il n'y avait eu une forte augmentation dans les prêts directs de la SCHL dans la seconde moitié de l'année. Sur le total des prêts hypothécaires LNH consentis en 1970, \$903 millions, soit 53 pour cent, furent des prêts directs de la SCHL, proportion qui dépassait de beaucoup la moyenne à long terme notée ci-dessus. Ceci fut le plus haut niveau des prêts directs du gouvernement dans l'histoire de la Loi sur l'habitation.

La conjoncture de resserrement monétaire fut naturellement une cause importante de la baisse du niveau de l'activité du marché du prêt hypothécaire à l'habitation. Parmi les emprunteurs privés, les acquéreurs d'habitation (que ce soit des gens qui veulent s'acheter une maison ou louer un logement) sont relativement sensibles aux variations des taux d'intérêt. L'habitation requiert plus de capital que la plupart des entreprises et l'intérêt, ou d'une façon plus générale le prix du capital, est un élément de coût important. A la différence des sociétés importantes de certaines industries, l'acheteur d'habitation ne peut facilement passer à d'autres l'augmentation des charges d'intérêt. Dans le cas d'habitations destinées à l'occupation par le propriétaire, l'impact d'un changement du taux d'intérêt n'est pas atténué par une réduction des impôts sur le revenu.

Il y eut aussi des problèmes du côté de l'approvisionnement du marché. Les banques à charte sont avant tout des entreprises où tant l'actif que le passif subissent un va et vient constant. La clientèle d'affaires maintient des dépôts en compte courant sur lesquels la banque ne paie pas d'intérêts, et emprunte sur une base concordant avec les caractéristiques généralement à

court terme du passif des banques. Les prêts courants sont ordinairement consentis à partir d'une ligne de crédit que la banque doit s'efforcer d'honorer et, à condition que l'emprunteur purge sa dette une fois ou plus chaque année. Il y eut ces derniers temps beaucoup de prêts à terme consentis à la clientèle d'affaires. Les prêts à terme sont cependant communément consentis de façon à ce qu'ils soient remplacés sur une base de 5 à 10 ans, le taux d'intérêt étant sujet à des révisions périodiques et étant rattaché au taux d'escompte officiel. La clientèle d'affaires utilise aussi les services secondaires de la banque tels que le service de paie et les opérations de change avec l'étranger. En définitive, la clientèle d'affaires offre la perspective d'une association à long terme avec la banque et d'un volume d'affaires croissant.

D'un autre côté, les prêts hypothécaires à l'habitation sont des investissements à renouvellement lent. Les prêts de cinq ans sont d'ordinaire amortis sur une base de 25 ans et consentis en anticipant que le prêteur renouvellera les prêts aux emprunteurs honorant leurs obligations. Il n'y a pas de lien étroit entre l'emprunt hypothécaire et la demande d'autres services bancaires. L'emprunteur hypothécaire peut fort bien faire ses opérations bancaires dans une autre banque. Dans ces conditions, le prêt hypothécaire tend à devenir une forme résiduelle d'investissement. Il prend de l'expansion en période d'abondance de fonds et se rétracte en période de resserrement monétaire, relativement aux prêts courants.

Les compagnies d'assurance sur la vie sont devenues ces dernières années particulièrement exposées au resserrement monétaire. Une forte proportion de polices en cours est soumise aux droits d'emprunt sur polices, pour lesquels le taux d'intérêt est au maximum de 6%. Au fur et à mesure que les emprunts personnels d'autres sources deviennent rares et que le coût des emprunts augmentent, les emprunts sur polices deviennent plus intéressants. Les fonds disponibles pour l'investissement, y compris l'argent hypothécaire, sont partiellement accaparés d'avance par les détenteurs de polices d'assurance.

D'autres particularités du marché hypothécaire jouent aussi pour réduire l'apport des capitaux hypothécaires pendant les périodes de resserrement monétaire. Les taux d'intérêt hypothécaires sont des prix sensibles du point de vue politique, et les institutions financières les plus importantes subissent un stimulant économique qui les pousse à maintenir une position sociale positive. Au fur et à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les institutions financières peuvent hésiter à augmenter les taux des prêts hypothécaires suffisamment pour leur conserver leur attrait par rapport aux autres possibilités de placement à long terme. Selon la loi, les prêts aux emprunteurs non constitués en société sont soumis à des droits de remboursement anticipé après cinq ans, quel qu'en soit le terme. Ainsi, quand les taux d'intérêt sont élevés et qu'il est possible qu'ils soient à un plus bas niveau après cinq ans, les créances hypothécaires perdent leur attrait par rapport aux autres créances à long terme qui sont mieux protégées contre le remboursement anticipé. Il est difficile d'imposer le taux plus élevé nécessaire au maintien de l'attrait relatif de la créance hypothécaire en regard de ce risque à cause de la sensibilité politique du taux d'intérêt.

Quoique moins important, les mêmes considérations s'appliquent au risque de défaut de la part de l'emprunteur. Si le défaut intervient quand les taux d'intérêt sont bas, tout principal récupéré devient disponible pour réinvestissement à un taux moins favorable. Ainsi, même si le capital du prêt est assuré, on est porté à préférer des investissements présentant moins de risque de défaut quand les taux d'intérêt sont élevés, à moins qu'une prime pour couvrir ce risque puisse être incorporée au taux d'intérêt. En général, les créances hypothécaires sont sujettes à une plus grande possibilité de défaut que les bons du gouvernement fédéral et que les obligations de premier ordre émises par d'autres organismes.

Des études économétriques récentes sur le comportement à court terme du marché du prêt hypothécaire à l'habitation indiquent de quelle façon les apports hypothécaires fournis pas les institutions sont affectés par le resserrement monétaire.⁹ Ces études démontrent que "les facteurs monétaires ont une influence considérable sur le volume de prêts hypothécaires consentis par les institutions financières canadiennes, influençant à la fois l'afflux des capitaux et les décisions d'investissement du portefeuille."¹⁰ Soumises aux effets combinés des deux influences, les banques à charte sont les organismes de prêt les plus sensibles, suivies par les compagnies de fiducie et les compagnies d'assurance sur la vie; les sociétés de prêt venant en troisième lieu. Les compagnies d'assurance sur la vie ont les rentrées les moins sensibles aux taux d'intérêt, et les compagnies de prêt, les décisions relatives au portefeuille les moins sensibles aux taux d'intérêt, mais les apports de fonds hypothécaires des deux institutions sont "fortement influencés par les facteurs monétaires".¹¹

L'incertitude et l'instabilité dans l'apport des fonds hypothécaires à l'habitation ont des effets profonds sur le coût des habitations par l'intermédiaire du taux des salaires dans le bâtiment, des prix des matériaux, des méthodes de construction et des coûts de l'aménagement des terrains. Les injections de deniers publics dans le marché du prêt hypothécaire à l'habitation peuvent atténuer la pénurie des capitaux pour la construction résidentielle mais elles n'éliminent pas l'incertitude qu'on puisse laisser survenir des pénuries à l'avenir. Ainsi, tout succès obtenu à amoindrir l'instabilité de l'apport privé de capitaux hypothécaires contribue à faire baisser les coûts de production des habitations à la longue. D'autre part, une industrie de la construction plus efficace rend les prix des habitations existantes inférieurs à ce qu'ils seraient autrement. Par conséquent, alors que les effets de la rareté de l'argent sur la construction résidentielle financée par des capitaux privés mettent en lumière le problème de la réalisation des objectifs à court terme du gouvernement relatifs à la construction d'habitations, l'élargissement des apports de fonds hypothécaires privés et la réduction de leur instabilité constituent, du point de vue de l'habitation, des objectifs souhaitables en eux-mêmes. Si ces objectifs sont poursuivis d'une façon qui améliore l'efficacité

⁹Smith, Lawrence B, *The Postwar Canadian Housing and Residential Mortgage Markets and the Role of Government* (Toronto: University of Toronto Press, forthcoming); et Lawrence B. Smith et Gordon R. Sparks, "The Interest Sensitivity of Canadian Mortgage Flows", *Canadian Journal of Economics*, août 1970, pp. 407-421.

¹⁰Smith, *Postwar Canadian Housing*, p. 16.

¹¹*Ibid.*

du marché des capitaux, dans son ensemble, ils sont souhaitables non seulement du point de vue de l'habitation, mais aussi du point de vue de l'économie dans son ensemble.

IV. AMÉLIORATION DE L'APPORT PRIVÉ DE FONDS HYPOTHÉCAIRES

Pour améliorer l'apport privé de fonds hypothécaires à l'habitation, il nous faut opérer, d'une certaine façon, sur les éléments régulateurs de l'afflux des fonds sur le marché des capitaux. Il existe trois types d'éléments régulateurs: (1) la rémunération anticipée après impôt (rentabilité) et les risques de l'investisseur; (2) les contraintes légales à caractère préventif ou régulateur affectant les modalités des contrats financiers, la commercialisation de leur marché primaire et secondaire, et les activités des investisseurs, (3) les politiques monétaires et fiscales.¹²

Il est possible d'aborder le problème de plusieurs façons. Toute action qui augmenterait la marge entre le revenu et les dépenses associées avec un placement hypothécaire sans en changer les risques ou les bénéfices anticipés après impôt et les risques associés avec d'autres formes d'investissement, augmenterait l'apport de fonds hypothécaires. A titre d'illustration, une telle action pourrait prendre la forme d'une réduction des dépenses administratives par dollar d'investissement hypothécaire, qui ne conduirait pas à une augmentation du risque; elle pourrait aussi prendre la forme d'une plus grande variété dans le portefeuille hypothécaire pour réduire les risques sans sacrifier le revenu net. Elle pourrait prendre une forme indirecte. Si la liquidité des investissements hypothécaires était augmentée, le montant des investissements collatéraux en capitaux liquides, à faible rendement pourrait être réduit, permettant ainsi certaines substitutions de créances hypothécaires à ces capitaux et à d'autres éléments de l'actif.

Une modification quelconque de la base légale de l'investissement hypothécaire qui serait attrayante pour les investisseurs augmenterait l'apport des fonds hypothécaires. Ceci présume naturellement que la modification de la loi ne transférerait pas simplement une partie du fardeau de l'investissement hypothécaire du prêteur à l'emprunteur. Ceci ne signifierait qu'une façon différente de détailler les dépenses et les rentrées relatives à la transaction. Ceci suppose aussi que la modification soit possible du point de vue de la réglementation. Etant donné ces conditions, une modification de la loi qui élargirait la gamme des modalités selon lesquelles les parties pourraient conclure un engagement irrévocable pourrait amener l'accroissement de l'apport des fonds hypothécaires. Par exemple, si la Loi sur l'intérêt était amendée pour donner aux emprunteurs la possibilité de différer légalement leur droit de remboursement anticipé des cinq ans actuels à, disons 10 ans, l'apport des fonds hypothécaires pour la maison occupée par le propriétaire serait moins restreint en périodes de resserrement monétaire.

Un exemple de limitation à la commercialisation des créances hypothé-

¹²L'idée de classer les régulateurs d'afflux de fonds dans le marché du capital provient de W. C. Hood, *Financing of Economic Activity in Canada*, une étude préparée pour la Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques du Canada (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1958). Une classification différente est employée ici.

caires dont la suppression pourrait être envisagée est l'obligation qu'ont les vendeurs de titres en Ontario de se qualifier, soit pour la vente des actions et des obligations, soit pour la vente des créances hypothécaires, mais pas pour les deux à la fois. Un exemple de contrainte légale à l'activité des investisseurs est la nécessité pour les compagnies de fiducie et de prêt de conserver 20 pour cent de leurs dépôts à vue ou à terme arrivant à échéance dans moins de 100 jours, en liquide, en dépôts bancaires, ou en bons fédéraux ou provinciaux. (Voir chapitre 4). Ceci établit un plafond à la proportion de l'actif qui peut être investie sous d'autres formes. En l'absence d'une telle contrainte, certaines compagnies pourraient investir une plus grande partie de leur actif dans les prêts hypothécaires, en particulier s'il y avait une Société de Commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation.

Les politiques monétaires et fiscales peuvent être divisées en politiques générales et politiques sélectives. Les politiques générales ne sont pas destinées à influencer un type de participant au marché des capitaux, prêteur ou emprunteur, plus qu'un autre. Elles peuvent le faire mais il s'agit là d'une imperfection plutôt que d'une intention. La politique monétaire appliquée aux réserves liquides des banques à charte est générale en cela qu'elle n'est dirigée contre aucune classe particulière d'emprunteurs bancaires. On s'attend à ce que, en théorie, les réactions des banques transmettront l'impulsion à tout le marché des capitaux. D'autre part, les contrôles sélectifs du crédit sont appliqués à des secteurs particuliers du marché des capitaux, par exemple au crédit à la consommation ou au marché du prêt hypothécaire à l'habitation. On peut décrire pareillement comme politique fiscale générale celle qui vise la somme des revenus de l'impôt et le total des dépenses gouvernementales et qui ne se propose nullement de favoriser un type d'activité économique plus qu'un autre. La politique fiscale qui est générale dans l'impulsion qu'elle veut créer sur le marché des capitaux ne souhaite pas, à dessein, faire de discrimination entre une forme d'investissement et une autre et se veut aussi neutre face à la consommation et à l'épargne. Une politique fiscale sélective ferait la distinction. Il est évident que l'imposition d'une taxe sur les gains en capital, prise isolément, fait une distinction entre les actions ordinaires et les créances hypothécaires à l'habitation. La dose appropriée entre l'utilisation d'une politique monétaire qui se veut générale et celle d'une politique fiscale qui se veut générale, en vue de combattre l'instabilité économique, est importante pour l'apport de fonds hypothécaires. L'on croit que des changements à l'instabilité économique ont moins d'impact à court terme sur l'apport des fonds hypothécaires.

Afin de favoriser les objectifs du gouvernement pour augmenter l'importance du rôle des capitaux privés dans le financement du logement, l'équipe spéciale d'étude sur de nouveaux mécanismes et institutions fut formée dans le cadre de la SCHL. L'équipe d'étude fut nécessairement intéressée par les trois types d'organes régulateurs. A moins que l'investissement hypothécaire privé ne soit accru par un acte législatif, les mesures adoptées se devaient d'être attrayantes au point de vue rentabilité et risque. Si des contraintes législatives du genre réglementaire ou soi-disant protectionniste se trouvaient à contrecarrer une mesure potentiellement efficace, il serait nécessaire d'étudier si la restriction devait être modifiée, remplacée, ou

simplement supprimée. A cause de l'impact de la politique monétaire sur le marché des prêts hypothécaires et des nouvelles habitations, nous avons naturellement été intéressés par les effets que des mesures quelconques pourraient avoir sur cet impact. Cependant, l'étude du changement dans la politique monétaire, ou d'un dosage différent dans l'utilisation des politiques fiscales et monétaires, en tant que moyen d'améliorer l'apport privé de fonds hypothécaires, ne faisait pas partie du mandat de l'équipe spéciale.

Finalement, nous avons été nécessairement intéressés par la politique fiscale, pour deux raisons. Tout d'abord, le Livre Blanc sur la réforme fiscale, publié en 1969, comprenait des propositions visant à encourager les investissements canadiens en parts de sociétés, et des propositions qui auraient pour effet de décourager les investissements privés dans l'habitation à loyer.¹³ En second lieu, le traitement fiscal des sociétés d'investissement hypothécaire était considéré comme étant d'importance primordiale pour leur rentabilité.

Il existe plusieurs façons d'influer sur les mouvements de fonds sur le marché des capitaux. En choisissant, il est important de considérer leur effet sur le bon fonctionnement du marché des capitaux. Des mesures efficaces augmentent la croissance économique et les niveaux de vie au-dessus de ceux qui régneraient autrement; des mesures inefficaces ont l'effet contraire. En choisissant des mesures visant à améliorer un secteur du marché des capitaux, il est nécessaire de tenir compte de leur effet sur le bon fonctionnement du marché tout entier. Une mesure qui réduit l'efficacité du marché des capitaux dans son ensemble doit être rejetée, quelqu'efficace qu'elle puisse être pour résoudre le problème du secteur considéré.

Ici, l'efficacité a deux dimensions: le fonctionnement et les affectations.¹⁴ La première est relative aux coûts et profits des services fournis au marché des capitaux par des institutions financières et autres pourvoyeurs (par exemple, les avocats). Des mesures efficaces réduisent les coûts des fournitures de services, ou en élèvent le bénéfice plus près du niveau optimal. Le niveau optimal de profit est le niveau qui est suffisant, mais pas plus, pour à la longue, attirer assez de ressources afin que la fourniture des services puisse se développer afin de répondre à l'augmentation de la demande. A court terme, le niveau des bénéfices peut dans un marché efficace, dépasser ce niveau optimal dans le cas de pourvoyeurs répondant rapidement aux changements des conditions du marché, et dans le cas d'innovateurs compétents. Il est important pour l'amélioration à long terme de l'efficacité du marché des capitaux que les innovateurs en puissance ne soient pas empêchés d'encaisser dans l'immédiat des bénéfices au-dessus de la moyenne. Cette exigence n'est pas différente de celle d'autres industries. Le fait que les innovateurs dans la fourniture des services du marché des capitaux ne bénéficient pas de la protection d'un brevet pour leurs innovations tend à rendre pour eux l'avenir immédiat plus court que pour les inventeurs de produits brevetables.

¹³E. J. Benson, ministre des Finances, *Propositions de réforme fiscale* (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1969.)

¹⁴Duesenberry, James S. "Criteria for Judging the Performance of Capital Markets", mémoire de la Commission sur la Monnaie et le Crédit, 10 avril 1960, édité et réimprimé chez H. K. Wu et A. J. Zakon, *Elements of Investments: Selected Readings* (New York: Holt, Rinehart and Winston, 1965) pp. 1-9.

L'efficacité dans les affectations se réfère à la capacité du marché des capitaux à allouer la quantité limitée d'épargnes aux usagers dont les projets ont les rémunérations totales anticipées les plus élevées, tenant compte des risques et des coûts de transfert des fonds. Théoriquement, les "rémunérations" comprennent les bénéfices qui ne sont pas normalement chiffrés mais qui n'en sont pas moins réels, comme dans le cas de la rémunération d'un investissement dans une habitation occupée par le propriétaire. "Les rémunérations totales" comprennent les recettes des investisseurs (autant celles des actionnaires que celles des créanciers) et les bénéfices qui reviennent à d'autres dans le cas de certains investissements. Par exemple, si les opérations d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation ont pour effet de réduire les taux d'intérêt des prêts hypothécaires à l'habitation, des bénéfices vont aux emprunteurs sous la forme d'un coût de financement résidentiel réduit. Les bénéfices collatéraux sont dignes de mention parce qu'ils peuvent être suffisants pour justifier une subvention à une proposition d'investissement, là où les rémunérations intrinsèques sont trop faibles pour attirer les investisseurs.

La conception de l'efficacité décrite ci-haut a servi de fil directeur pour le travail de l'équipe d'étude.

V. FACTEURS RELATIFS AU CHOIX DES TROIS PROJETS

On a demandé à l'équipe d'étude de considérer en particulier une Société de commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation, des compagnies de placements hypothécaires et des hypothèques à modalités variables. De nombreux facteurs furent examinés pour le choix de ces projets. Ceux-ci, faisant partie d'un mémoire interne, furent détaillés à l'origine par M. J. C. BOYD, chef de l'équipe d'étude, après des discussions avec les membres de l'équipe et des fonctionnaires et des représentants des secteurs public et privé. Ils sont reproduits ci-dessous après une mise au point sommaire:

1. La position des banques à charte, la prédominance de leur réseau de succursales au Canada, la formation de filiales telles que Kinross, Roy-more, Tordom, leur structure actif/passif, le bas pourcentage d'avoirs hypothécaires dans leur portefeuille, leurs pratiques traditionnelles de crédit pour les prêts commerciaux, leur rôle de prêteurs aux entrepreneurs-aménagistes pendant la construction.
2. Le rôle des compagnies de fiducie et de prêt comme prêteurs sur hypothèques, leur position dans la mosaïque des institutions, leurs besoins en liquidités, leur rôle de banquiers hypothécaires, leur rôle comme conseillers de portefeuille, la nature passablement disparate de la structure actif/passif d'une compagnie à une autre.
3. La position des caisses de retraite comme collecteurs de dépôts gelés d'épargne à long terme, leur statut fiscal, leur croissance prévue, leurs sources d'information sur le portefeuille, les structures différentes et compliquées du contrôle des investissements des fonds de retraite, la tendance des épargnants à long terme vers les propriétés à revenu plutôt que vers les prêts sur propriété uni-familiale, le bas pourcentage de leur

- actif en créances hypothécaires, la différence de ce pourcentage entre grandes et petites caisses de retraite.
4. La position historique occupée par les compagnies d'assurance sur la vie dans le domaine des prêts hypothécaires, la mise en place au cours de nombreuses années de services bien établis et expérimentés dans l'établissement de prêts hypothécaires, la tendance, ces dernières années, à investir dans des prêts sur immeubles à revenu et à l'acquisition directe de propriétés à revenu, les effets des emprunts sur polices sur leurs liquidités pendant les périodes de resserrement monétaire, les effets de la taxation sur leur croissance future, leur expertise surabondante dans le domaine du prêt hypothécaire et comment elle peut être canalisée.
 5. L'absence au Canada d'institutions d'épargne telles que les Building Societies, les banques d'épargne mutuelles et les associations d'épargne et de prêts.
 6. Le développement au Canada au cours des quelques dernières années, de compagnies indépendantes agissant comme banquier hypothécaire, les besoins de ces compagnies tenant compte de leur capital relativement peu élevé.
 7. Le développement par la Compagnie Trust Royal du "Fonds M" et sa convenance manifeste aux investisseurs individuels.
 8. L'arrivée sur la scène au cours des cinq dernières années de grandes sociétés privées dont les actions sont négociées sur le marché boursier, qui se spécialisent dans le développement et la commercialisation de l'immeuble, telles que Markborough, Cadillac, Trizec, Bramalea et Campeau.
 9. L'isolement du marché hypothécaire primaire au Canada et la forme rudimentaire du marché hypothécaire secondaire.
 10. L'intérêt montré dans la première partie de la dernière décennie par les membres de l'Association des Négociants en Investissements (IDA) pour le commerce des hypothèques au cours de la période où la SCHL vendait aux enchères des paquets de créances hypothécaires aux prêteurs agréés et aux membres de l'IDA, les moyens importants des négociants en investissements dans leurs activités de commettants dans le commerce des obligations, leur isolement du marché du prêt hypothécaire au cours des quelques dernières années, comment utiliser leur expérience.
 11. Les restrictions imposées, par les Commissions provinciales des valeurs, sur les investissements par les fonds mutuels, en avoirs non liquides.
 12. La préoccupation croissante au cours des cinq ou six dernières années portée à la liquidité par les institutions et les investisseurs institutionnels.
 13. La structure de l'industrie du prêt hypothécaire aux Etats-Unis, les activités d'une industrie indépendante de banquiers hypothécaires aux Etats-Unis, les rapports entre les banquiers hypothécaires et les banques commerciales, les structures de soutien gouvernementales ou quasi-gouvernementales à l'industrie bancaire du prêt hypothécaire.
 14. L'histoire des Trusts d'investissement immobilier et leur développement aux Etats-Unis, et les expériences de bons de propriété au Royaume-Uni.
 15. Le développement de l'Association gouvernementale hypothécaire na-

tionale (GNMA) et le marché des valeurs garanties par hypothèque aux Etats-Unis.

16. Les activités croissantes aux Etats-Unis des organismes bancaires en investissement dans le domaine des hypothèques et de l'immeuble, causées par la familiarisation croissante avec les trusts d'investissement immobilier et les valeurs GNMA, l'achat de firmes de courtage en hypothèques et de firmes bancaires hypothécaires par certains des organismes bancaires en investissement les plus importants et l'interaction croissante entre les marchés des obligations, des actions et des créances hypothécaires.
17. L'usage généralisé au Royaume-Uni des hypothèques à modalités variables et l'intérêt croissant qu'elles suscitent aux Etats-Unis.

Outre ce qui précède (et qui n'a pas la prétention d'être complet) d'autres considérations importantes furent les suivantes:

1. En considérant la croissance anticipée des caisses de retraite comme un facteur de plus en plus important, il est indispensable de définir de quelle façon conseils et services bancaires hypothécaires leur seront fournis. Il semble évident que les caisses de retraite exigeront le développement des services bancaires hypothécaires capables d'établir et d'administrer des prêts hypothécaires dans tout centre urbain important du Canada.

Le caractère des investissements hypothécaires des caisses de retraite dans des prêts d'assez forts montants sur des propriétés à revenu nécessite un niveau élevé d'expérience hypothécaire. Les compagnies canadiennes d'assurance sur la vie et les compagnies de fiducie ont développé un réseau de succursales leur permettant de mettre en place un personnel spécialisé en prêts hypothécaires dans toutes les régions importantes. De tels aménagements ne sont pas accessibles aux caisses individuelles de retraite. Une relation correspondant-banquier hypothécaire-courtier en placement analogue à la structure qui existe aux Etats-Unis peut avoir un rôle à jouer au Canada en ce qui concerne ces caisses de retraite, complétant les activités de certaines compagnies de fiducie dans ce domaine.

2. Après la seconde conférence sur l'investissement hypothécaire pour les régimes fiduciaires de pension convoquée par l'Honorable Robert Andras, Ministre fédéral, chargé du logement, en décembre 1970, il fut possible d'évaluer les opinions de ceux qui investissent ces fonds de retraite. Leurs principales préoccupations (nullement unanimes) semblaient être:
 - a) le manque de liquidité du marché du prêt hypothécaire;
 - b) le manque de mécanismes appropriés de mise en marché tels que les techniques de canalisation financière;

On laissa aussi entendre que l'un des problèmes difficiles était d'atteindre le personnel de décision ou le niveau de la direction qu'il fallait, quand on essayait de promouvoir le placement des fonds de retraite en prêts hypothécaires à l'habitation.

3. On doit éviter de prendre des mesures qui aideraient seulement un secteur du marché mais qui nuiraient à un autre. Par exemple, inciter les banques à emprunter sur le marché à moyen terme, leur fournissant ainsi des en-

gagements plus appropriés en face des prêts hypothécaires renouvelables à tous les cinq ans, n'aidera pas si cela nuit aux compagnies de fiducie.

4. On doit reconnaître les besoins du propriétaire de maison en tant qu'emprunteur. L'un des éléments évidents, par exemple, est que le propriétaire d'une habitation ne peut déduire les paiements d'intérêts hypothécaires dans sa déclaration d'impôts sous le régime fiscal actuel ou envisagé. Ainsi, dans la mesure où les imperfections du marché hypothécaire se reflètent par des rendements plus élevés, la position de l'emprunteur devient plus sérieuse, en particulier quand on considère que l'emprunt hypothécaire peut être l'engagement d'endettement à long terme le plus important qu'une famille est susceptible de contracter. Qui plus est, ce facteur tend à augmenter les fluctuations de la demande en prêts hypothécaires sur habitations et contribue à l'instabilité de leur marché. De même, les possibilités pour le propriétaire d'une habitation d'exprimer ses préoccupations dans les cercles influents sont particulièrement réduites, comparées à celles de l'homme d'affaires.

Après l'examen global de ces nombreux facteurs, il a semblé désirable que toute mesure proposée tente de faciliter:

1. Une activité plus grande des banques à charte dans le domaine des prêts hypothécaires résidentiels.
2. Un placement plus important des fonds de retraite en créances hypothécaires à l'habitation.
3. Implication des particuliers et des institutions de moindre importance dans le marché de l'immeuble résidentiel et du prêt hypothécaire à l'habitation.
4. Plus grande utilisation de l'expérience disponible existante à la fois dans l'établissement et le commerce du prêt hypothécaire.

Il apparut ainsi nécessaire de s'en tenir aux mécanismes financiers permettant d'améliorer l'efficacité avec laquelle le marché hypothécaire:

1. Permet la liquidité et une réaction efficace aux changements dans l'offre et la demande.
2. Relie entre eux les différents secteurs du marché et utilise l'expérience disponible.
3. Offre aux institutions de moindre importance et aux investisseurs individuels l'accès à l'expérience, à la répartition à de grands programmes hypothécaires et immobiliers.
4. Utilise un instrument hypothécaire assez souple pour répondre aux exigences raisonnables des différents types d'emprunteurs et de prêteurs.

Pour assurer le développement du marché hypothécaire d'une manière efficace et pour relever la contribution à long terme du secteur privé, on considéra que la principale nécessité était:

1. La création d'une structure plus complètement intégrée du marché du prêt hypothécaire à l'habitation dont le noyau servirait de pivot à l'établissement d'un marché hypothécaire secondaire efficace.
2. Une plus grande cohésion entre les secteurs du marché tels que prêteurs institutionnels, courtiers en investissements, banquiers hypothécaires, conseillers en placements et assureurs hypothécaires privés.

3. Une interaction entre le marché des créances hypothèques, des obligations et des actions grâce à la mise en place de mécanismes qui permettraient aux courtiers en investissements de distribuer au public des actions dans des titres intermédiaires garantis par des hypothèques et de faire le commerce actif des valeurs à nantissement hypothécaire.

La possibilité de développer une structure de marché plus intégrée et d'amener des améliorations à la liquidité, la flexibilité, la stabilité et l'efficacité dans l'utilisation de l'expérience existante conduisit à la décision d'étudier la question d'une Société de commercialisation des créances hypothécaires, des compagnies de placements hypothécaires et des hypothèques à modalités variables, comme étant capables de fournir les résultats les plus rapides.

LA SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION amoindrirait les effets restrictifs sur l'apport de fonds hypothécaires résidentiels causés par la faible possibilité de commercialisation de l'instrument hypothécaire. La Société opérerait comme un créateur de marché secondaire. Pour ce faire, elle conserverait un portefeuille de créances hypothécaires résidentielles prêtes à la vente, et une position en liquide (espèces, autres avoirs en liquide, capacité d'emprunt inutilisée) pour lui permettre d'augmenter son portefeuille rapidement si le besoin s'en faisait sentir. Ceci permettrait aux investisseurs en créances hypothécaires d'atteindre leurs objectifs de portefeuille plus rapidement lorsque le montant détenu en créances hypothécaires devient plus bas ou plus élevé que ces objectifs. Ceux qui possèdent déjà des créances hypothécaires pourraient en détenir plus. Ceci encouragerait aussi de nouveaux investisseurs à entrer en scène. En même temps, la Société ferait disparaître chez certains prêteurs, le besoin de vendre leurs créances hypothécaires à l'habitation, ou d'ajuster leur activité dans le domaine des prêts, pour des raisons de liquidité. Elle réaliserait cela en mettant à la disposition des prêteurs des prêts collatéraux garantis par le nantissement de créances hypothécaires résidentielles en portefeuille.

Une telle Société pourrait aussi aider à diminuer la sensibilité de l'apport des fonds hypothécaires résidentiels aux changements de la politique monétaire. Elle pourrait exercer une telle influence d'une ou deux façons. Premièrement, elle pourrait le faire en augmentant l'importance du rôle des investisseurs sur le marché, qui y participeraient avec une constance au-dessous de la moyenne. Deuxièmement, elle pourrait le faire si elle parvenait de façon efficace à compléter ou à accroître l'apport de fonds hypothécaires résidentiels pendant les périodes de resserrement monétaire et à le réduire pendant les périodes où l'accent est abondant. Si la Société était motivée par le profit, on lui demanderait de spéculer judicieusement sur les mouvements des taux d'intérêt.

LES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES fourniraient un type d'intermédiaire pour les marchés hypothécaire et immobilier analogues aux sociétés de placements à certificats remboursables ou non remboursables qui opèrent principalement sur le marché des valeurs. Il est facile pour des individus et des institutions de moindre importance d'acquérir (indirectement)

une part dans un portefeuille de valeurs, bien diversifié et géré par des professionnels parce que les problèmes de classement, de négoce, de gestion, de commercialisation, les problèmes légaux et fiscaux, les problèmes de réglementation sont résolus par le truchement du fonds de placement. Par contre, de tels investisseurs affrontent généralement ces problèmes s'ils désirent investir en créances hypothécaires à l'habitation et en valeurs immobilières ordinaires sur une base comparable. Il est difficile du point de vue légal et administratif de fractionner des titres hypothécaires ou immobiliers de façon que les investisseurs deviennent propriétaires de droits de propriété distincts. Le petit investisseur a besoin d'une forme quelconque d'intermédiaire pour fractionner de grands investissements uniques de façon efficace ou acquérir un portefeuille diversifié de droits de propriété fractionnés dans de tels investissements. C'est là le raisonnement de base sur lequel les compagnies de placements hypothécaires sont fondées.

Les compagnies de placements hypothécaires apporteront une contribution notable au financement des habitations et à l'amélioration du marché des capitaux, si elles fournissent un service utile, qui n'est pas autrement à la portée immédiate d'une catégorie importante d'investisseurs. Conséquemment, l'on doit noter leurs différences avec les trois autres types d'intermédiaires. Elles diffèrent des compagnies de placement traditionnelles en ce qu'elles conserveraient en portefeuille des titres hypothécaires et immobiliers. La forme prédominante de la compagnie de placement traditionnelle est le fonds mutuel à certificats non remboursables. Réflétant la faible possibilité de commercialisation de ses avoirs, la forme prédominante de cette compagnie est susceptible d'être la société à certificats non-remboursables, avec titres inscrits à la cote des bourses pour leur commercialisation.¹⁵ Aussi, le fonds mutuel n'utilise pas normalement la méthode des rendements moyens tandis que la plupart des compagnies de placements hypothécaires utiliseraient probablement cette méthode. L'entité commerciale la plus semblable à cette compagnie est la compagnie de prêts¹⁶ mais les premières diffèrent des compagnies de prêt de plusieurs aspects importants. Elles seraient autorisées à conserver dans leur portefeuille de placements une plus grande proportion de titres immobiliers et seraient contraintes à des niveaux de rendements moyens plus bas. Ce qui est plus important, elles pourraient se qualifier pour le statut de canalisateur devant l'imposition sur le revenu. Si elles remplissaient les conditions requises, y compris le décaissement d'une forte proportion de revenu net, leurs gains ne seraient pas soumis à l'impôt sur le revenu au taux des sociétés. Le décaissement serait sujet à l'impôt au taux applicable de chaque bénéficiaire. En échange d'un tel traitement fiscal, ces compagnies seraient privées du droit de s'engager dans le commerce

¹⁵Il est concevable qu'éventuellement cette condition soit modifiée si une Société de commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation développe avec succès le marché secondaire des créances hypothécaires à l'habitation et que la compagnie de placements hypothécaires conserve en portefeuille peu d'autres valeurs peu commercialisables.

¹⁶Le Bill C-135 propose en fait que les compagnies de placements hypothécaires soient traitées comme une forme de compagnie de prêt et soient régies par la Loi sur les compagnies de prêt. Canada, Chambre des communes, Bill C-135—*Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, première lecture, 1^{er} février 1973.

“actif”, même dans le commerce spéculatif de leurs avoirs. Elles sont censées être des intermédiaires “passifs” dans la détention des placements hypothécaires et immobiliers.

Finalement, les compagnies de placements hypothécaires différencieraient des sociétés de développement immobilier par leur orientation hautement axée vers la créance hypothécaire, par leur “passivité” et par leurs caractéristiques de forts décaissements.

Les compagnies de placements hypothécaires pourraient jouer le même rôle que la Société de commercialisation en ce qu’elles pourraient avoir pour effet d’amener de façon active les négociants en placement sur le marché des créances hypothécaires à l’habitation. La Société leur permettrait d’offrir à leurs clients des titres hypothécaires résidentiels en même temps que des actions et des obligations. Les compagnies de placements hypothécaires seraient en mesure d’offrir des valeurs sous une forme bien connue à leurs clients investisseurs et leur donneraient des occasions de souscription. L’implication active et étendue de l’industrie du négoce des investissements sur le marché hypothécaire serait une étape décisive dans le développement de ce marché et de l’ensemble du marché des capitaux.

Comme dans le cas de la Société de commercialisation, les compagnies de placements hypothécaires, pourraient aider à réduire la sensibilité de l’apport des fonds hypothécaires résidentiels aux changements de la politique monétaire. Ceci pourrait être réalisé si elles réussissaient à amener, sur le marché, des investisseurs ayant une constance, dans leur comportement face aux investissements hypothécaires, supérieure à la moyenne. Elles produiraient de même un effet stabilisateur, si leurs activités étaient capables de compenser les fluctuations de participation dans le marché par d’autres investisseurs.

En scrutant le système financier canadien pour découvrir des moyens d’élargir l’apport de fonds hypothécaires résidentiels, on est assuré d’observer le vaste flux monétaire d’épargne qui survient sous la forme d’augmentation des dépôts dans les banques à charte et dans les autres établissements de dépôts. Comme cela est mis en évidence dans le *Tableau 1-1*, les autres intermédiaires financiers ne viennent qu’à la taille des banques à charte. Quoique les banques à charte et autres établissements de dépôts participent au marché hypothécaire à l’habitation, il est juste de dire qu’une proportion relativement faible des prêts hypothécaires est financée par des dépôts à court terme. Il est naturellement bien connu que les intermédiaires financiers doivent se préoccuper du degré de non concordance entre les échéances de leurs actifs et de leurs engagements. Les prêts hypothécaires, même du type de cinq ans, compliquent le problème de la concordance pour les déposants à court terme.

Cette situation soulève deux questions: Est-ce que l’on peut élaborer une forme de prêt hypothécaire à l’habitation qui atténuerait le problème de la concordance des échéances pour les établissements de dépôts et en même temps saurait plaire aux emprunteurs? Est-ce que le prêt hypothécaire pourrait devenir assez intéressant pour inciter les établissements de dépôts à investir davantage de leurs dépôts à court terme en prêts hypothécaires à l’habitation? L’importance de ces questions conduisit l’équipe à envisager l’addition possible des hypothèques à modalités variables aux mécanismes du marché canadien du prêt hypothécaire à l’habitation.

UNE HYPOTHÈQUE À MODALITÉS VARIABLES est une hypothèque dans laquelle on a prévu la variation de clauses énoncées dans le contrat sur une base préétablie pendant la durée du prêt. Les clauses importantes qui peuvent être modifiées sont le taux d'intérêt, la période d'amortissement et le montant des mensualités. Quelques prêteurs seraient peut-être aussi en mesure d'adapter des modalités de solde variable, qui ne pénaliseraient pas les paiements anticipés et permettraient un emprunt ultérieur, en tant que partie du contrat de prêt. L'échéance du prêt resterait fixée.

Tel que proposé par l'équipe d'étude, le taux d'intérêt d'une hypothèque à modalités variables serait rattaché à un taux bien défini du marché des capitaux, comme le taux moyen des bons du Canada à long terme tel qu'il est publié par la Banque du Canada. Le prêteur serait libre de fixer l'écart initial avec le taux référence (taux de base), qui serait maintenu (approximativement) par des remises à jour annuelles ou semestrielles pendant toute la durée du prêt. Dans la limite où les variations de l'intérêt sur ses comptes de dépôt correspondraient aux variations du taux de référence, la marge du prêteur resterait constante. Les variations de l'intérêt du prêt dans certaines limites n'empêcheraient pas l'utilisation des paiements mensuels stables si des dispositions avaient été prises pour des variations correspondantes de la période d'amortissement. Inversement, une disposition pourrait être prévue pour faire varier la période d'amortissement d'année en année, indépendamment du taux d'intérêt. L'emprunteur pourrait alors utiliser l'hypothèque à modalités variables comme un instrument souple d'épargne. Des modalités de solde variable faciliteraient encore plus le processus épargne-placement de l'emprunteur.

Pour les banques à charte, l'hypothèque à modalités variables serait moins différente des prêts commerciaux que ne le sont les hypothèques à modalités fixes. De l'importance des différences qui demeurent, particulièrement dans la rentabilité, dépendrait l'efficacité de la concurrence des hypothèques à modalités variables pour les fonds que les banques ont à investir. La rentabilité de ces hypothèques dépend dans une grande mesure de l'importance de l'attrait que ses caractéristiques à l'exclusion de l'intérêt, exercent sur les emprunteurs.

C'étaient là les trois propositions visant à améliorer l'apport privé aux fonds hypothécaires, qui furent étudiées par l'équipe d'étude. Elles n'épuisent naturellement pas la liste des possibilités. On pourrait peut-être prétendre que ce ne sont pas là les trois meilleures mesures à étudier. D'un autre côté, la tâche d'améliorer le marché hypothécaire à l'habitation, de même que la tâche d'améliorer le marché des capitaux dans son ensemble, devrait être considérée comme une tâche continue. Dans ce contexte, classer les possibilités est important, mais se mettre au travail l'est aussi.

Une fois que les trois propositions furent choisies pour examen, un comité d'étude fut créé pour explorer chacune. Les comités furent agencés pour comprendre dans chaque cas au moins un économiste, un avocat, un praticien financier, et pour que soient représentés tous les points de vue du marché privé, du gouvernement, ainsi que le point de vue académique. Un effort spécial fut fait dès le début du travail pour obtenir l'opinion de spécialistes qualifiés. Pour le projet de la Société de commercialisation des cré-

ances hypothécaires, une vaste enquête fut menée grâce à des entrevues avec les principales institutions de prêt et les négociants en placements, et une enquête sur les caisses de retraite fiduciaires fut entreprise à l'aide de questionnaires expédiés par la poste. Pour les hypothèques à modalités variables, deux petites enquêtes furent menées grâce à des entrevues, pour l'une avec certaines banques et compagnies de fiducie, pour l'autre, auprès de constructeurs d'habitations. Quelques entrevues furent aussi menées dans le cadre du projet de la compagnie de placements hypothécaires. Dans le projet visant ces compagnies, figurait une étude approfondie de l'expérience des Etats-Unis, mais on rejeta également les leçons de l'expérience étrangère pour les deux autres projets.

Lorsque l'on estima que les projets étaient suffisamment avancés, un Comité interdépartemental fut formé pour les examiner. L'équipe spéciale était représentée et participa à la préparation du rapport de ce Comité au gouvernement. Elle fut dissoute après que le Comité interdépartemental eut déposé son rapport.

VI CONTENU DU VOLUME II

La présente étude comprend dix chapitres et sept annexes. Le chapitre 2 résume certains principes fondamentaux de l'intermédiation financière et décrit les caractéristiques de base des compagnies de placements hypothécaires. Les chapitres 3 à 10 pourraient s'intituler en sous-titres "comment nous avons passé du trust d'investissement immobilier des Etats-Unis à la compagnie de placements hypothécaires du Canada". Dans les chapitres 3 à 5, Michael Davies décrit les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis, le statut des trusts d'investissement immobilier au Canada en 1971; et le domaine d'application des fonds d'investissement immobilier au Canada. James Peterson ébauche les caractéristiques de formules juridiques optionnelles en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier, particulièrement les trusts et les corporations. Puis suivent deux chapitres sur la taxation dont le premier par James Peterson sur les fonds d'investissement immobilier et la taxation avant la réforme fiscale, et le second par R.M. Wingfield sur les fonds d'investissement immobilier et le Livre blanc. Au chapitre 9, Michael Davies discute des règlements visant les valeurs qui sont applicables aux fonds d'investissement immobilier. Pour compléter la série, T.F. Tyson traite, au chapitre 10, des caractéristiques proposées d'une société d'investissement immobilier au Canada.

La matière des chapitres 3 à 10 fut préparée en 1970 et 1971, soit, pour la plus grande partie, avant l'introduction du Bill C-259 sur la législation visant la réforme fiscale. Depuis 1971, il s'est produit des événements importants dans le domaine des fonds d'investissement immobilier, y compris le Bill C-259, l'annonce d'une politique sur les trusts d'investissement immobilier par la Ontario Securities Commission et le lancement de TDRI-TD Realty Investments et d'autres établissements. James Peterson discute de ces développements récents au chapitre 11. En dernier lieu, le Parlement a de nouveau présenté la législation visant les compagnies de placements hypothécaires, dans le Bill C-135, le premier février 1973. Le chapitre 12 traite

succinctement des compagnies de placements hypothécaires telles que proposées dans ce projet de loi.

Il faudrait expliquer le contenu de la matière sur la fiscalité telle qu'elle est présentée dans le présent volume. A peu près tout le travail de l'équipe spéciale à ce sujet, s'est fait durant les huit mois qui ont précédé l'introduction du Bill sur la réforme fiscale, en juin 1971. C'était un moment inopportun d'examiner un projet d'établissement dont le succès dépend tellement de son traitement fiscal. Tout en poursuivant les mêmes objectifs, il faut comprendre que nous n'avions pas accès aux travaux qui portaient sur le nouveau projet de loi sur la fiscalité.¹⁵ La marche des événements a naturellement réduit l'intérêt qu'on pouvait porter à plusieurs aspects de la Loi fiscale antérieurement à sa réforme. Le projet de loi sur la réforme fiscale n'a pas modifié cependant, toute la loi fiscale; et parce que la connaissance préalable de la Loi nous a aidés à évaluer les possibilités des compagnies de placements hypothécaires, les chapitres 7 et 8 traitent au long de cette Loi et des modifications projetées.

¹⁵ Les recommandations en ce qui concerne le traitement fiscal de canalisateur à l'égard des trusts et des sociétés d'investissement immobilier, lesquelles font partie des rapports préparés pour l'équipe spéciale, ont été soumises au gouvernement cependant, avant la publication du projet de loi sur le réforme fiscale.

Chapitre 2

L'intermédiaire financier et la compagnie de placements hypothécaires

par J. V. Poapst

* Aux fins du présent document société est synonyme de compagnie.

Tel que noté au chapitre 1, les intermédiaires financiers se distinguent par les genres ou la composition des actifs qu'ils détiennent ou par le genre ou la composition des passifs qu'ils émettent. Ici se crée une place pour la nouvelle formule d'intermédiaire dans le système financier, à condition qu'il puisse aboutir à un rendement économique des ressources qui y sont engagées. Dans le présent chapitre, nous donnons d'abord les grandes lignes de certains points fondamentaux touchant l'intermédiation financière, puis nous décrirons certaines caractéristiques fondamentales des compagnies de placements hypothécaires.

I INTERMÉDIAIRE FINANCIER

On a dit plus tôt que la fonction de l'intermédiaire financier consistait à mobiliser des fonds auprès de nombre de sources en créant des engagements à sa charge, et en cédant les fonds à nombre de preneurs en échange de créances à leur charge.¹ L'intermédiaire peut créer un ou plusieurs genres d'engagement et il peut investir la plus grande partie de ses fonds dans un ou plusieurs genres de créances à la charge d'autres organismes particuliers.² Ce faisant, il réconcilie les différences entre les caractéristiques d'investissement que les fournisseurs de fonds préfèrent et les caractéristiques d'engagement financiers que les preneurs de fonds préfèrent assumer.

Les détenteurs des engagements financiers d'un intermédiaire financier détiennent une créance directe à sa charge et seulement une créance indirecte

¹ Bien qu'un intermédiaire financier puisse placer tous ses fonds dans un seul investissement, les intermédiaires à investissement unique semblent être rares.

² Lorsque l'investissement se fait en immeuble, la créance prend la forme d'une série de paiements périodiques de loyer plutôt que d'un montant de principal. On pourrait comparer un tel investissement à un mouvement implicite de principal vers le locataire au moment de la signature du bail.

ou contingente imputable à son actif. En ce sens, il ressemble aux détenteurs d'engagements financiers des entreprises ordinaires. Contrairement à ces dernières cependant, le processus qui crée des engagements pour la plupart des intermédiaires financiers, constitue un aspect significatif de leur activité totale.³ Ainsi, les banques affectent une grande partie de leur temps à créer et à rembourser des dépôts; les compagnies d'assurance-vie, à vendre et à régler des contrats de police; les sociétés de prêt et de fiducie, à créer et à rembourser des dépôts et à émettre et à amortir des dettes de 1 à 5 ans; et les fonds mutuels, à émettre et à racheter leurs actions.

Ces activités constituent des services pour lesquels les intermédiaires imposent naturellement des frais. Les banques et les sociétés de prêt et de fiducie exigent des frais de services pour les chèques, les compagnies d'assurance-vie prévoient des taux attendus de mortalité et de dépenses dans leurs primes, et les fonds mutuels ont des frais sous charge. Bien que leur système de comptabilité puissent distinguer ou non le profit attribuable à ces activités du profit attribuable à leurs activités d'actif, en fait, les profits s'accumulent sur cette base parce qu'on s'attend que les profits directs et indirects de chaque genre d'activité seront plus élevés que les frais.

Les services d'intermédiation financière sont ainsi divisés en services qui découlent de la nature des créances au débit du fonds et de ceux qui découlent de la nature des créances au crédit du fonds. Les premiers comprennent l'offre d'un moyen de change, d'autres actifs liquides et des investissements à long terme, d'importance, de termes et de négociabilité appropriés; et divers genres d'assurance y compris les pensions. Les services d'actifs consistent en la gestion de toute une gamme d'investissements financiers — créance et avoir, à court terme et à long terme, liquide et non-liquide, de risque peu élevé et de risque élevé, petits et grands — lorsque l'obligation est divisée (comme dans le cas des titres) ou non divisée (comme dans le cas des prêts). La mise en commun de fonds de nombre d'investisseurs permet de réaliser des économies d'échelle dans la gestion d'investissements. Elle permet également de prévoir un autre service d'actifs, nommément la diversification.

Un intermédiaire financier doit se préoccuper de la mesure selon laquelle son actif concorde avec son passif (y compris l'avoir), au moins en ce qui concerne deux caractéristiques principales. Il s'agit en l'occurrence, de la structure d'échéance du principal et de la structure d'échéance des rendements sur le principal.⁴ La mesure à laquelle ces caractéristiques ne concordent pas affecte les risques d'intermédiation.

La plus grande partie de l'intermédiaire financier se fonde sur les créances. D'abord l'investissement sur créances se réserve une grande proportion de l'actif de tous les groupes plus importants d'intermédiaires financiers sauf les fonds mutuels qui investissent dans les actions. Parmi le groupe qui comporte les banques, les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de prêt et de fiducie et les caisses de retraite gérées en fiducie, ces dernières investissent

³ Les sociétés d'investissement à capital fixe sont un exemple d'intermédiaire financier dont l'activité du point de vue "passif" est relativement restreinte.

⁴ Le principal et les rendements du principal sont séparés, en présence des prêts à taux d'intérêt variable.

une proportion significative de leur actif dans des valeurs (28% 1970).⁵ Les fonds d'investissement à capital fixe et les sociétés de portefeuille sont d'importance secondaire.⁶ De même, les principaux genres d'intermédiaires financiers utilisent fortement la méthode des rendements moyens en ce qui concerne le principal. A la fin de 1971, le rapport de la créance à l'actif était de 96% en ce qui concerne les banques à charte, de 92% en ce qui concerne les sociétés de prêt.⁷ Dans le cas des compagnies d'assurance-vie inscrites au gouvernement fédéral en 1970, le rapport était de 93%.⁸ Tous les engagements des caisses de retraite gérées en fiducie visent les employés, qui en fait garantissent les obligations. Sauf lorsque le règlement se fait sous forme de rentes annuelles, les obligations ont un caractère fixe. Comme dans le cas des contrats d'assurance-vie, il est requis de faire des prévisions à long terme pour déterminer l'importance actuarielle des obligations; mais sous réserve des erreurs d'estimation, les obligations sont essentiellement fixes.

Une autre question consiste à déterminer dans quelle mesure les caractéristiques de l'actif et du passif devraient concorder les unes avec les autres. Les banques, par exemple, sont en mesure d'accepter des retraits sans avis pour une forte proportion de leurs obligations, alors qu'il n'est pas possible de rappeler à court avis un fort montant de leur actif bien qu'il soit essentiellement à court terme. La concordance des rendements de principal peut être plus étroite en quelque sorte, en ce que les taux d'intérêt sur les prêts à vue et à court terme peuvent être plus ou moins appariés aux taux de dépôt. Les sociétés de fiducie et de prêt généralement, sont dans une situation analogue. L'échéance moyenne de leur principal de la dette est inférieure à l'échéance moyenne effective de leur actif. Leurs hypothèques sont typiquement rédigées pour un terme de cinq ans mais elles sont fondées sur le renouvellement. En dehors de cela, peu de compagnies peuvent prétendre à une concordance totale. Comme dans le cas des banques, la concordance vis-à-vis de l'intérêt est plus étroite.

Les services que les intermédiaires financiers offrent sont assujettis à plus de réglementation gouvernementale qu'il n'est caractéristique des autres genres d'entreprises. Ces établissements attirent les investisseurs sans expérience, les investisseurs qui ont peu de capitaux, les investisseurs qui désirent prendre relativement peu de risques et les investisseurs qui sont trop occupés pour gérer leur propre portefeuille. Aussi, dans le cas de nombre d'intermédiaires financiers, y compris les établissements très importants, la propriété des intérêts résiduels est vastement répartie, ce qui minimise le contrôle de

⁵ Y compris les fonds mis en commun Statistique Canada, Statistiques financières, caisses de retraite gérées en fiducie, 1970 Ottawa 1972.

⁶ Voir données comparatives jusqu'à 1969 et 1970 dans E. P. Neufeld, *The Financial System of Canada* (Toronto: Macmillan of Canada, 1972) p. 632.

⁷ Dans le cas des banques, la dette est admise comme l'actif total moins les appropriations accumulées en cas de pertes et pour la participation des actionnaires. Dans le cas des sociétés de fiducie et de prêt, la dette est admise comme l'actif total moins "les autres passifs", la participation des actionnaires. Toutes les données sont rapportées dans la *Revue de la Banque du Canada*.

⁸ La dette est admise comme l'actif total moins le capital social remboursé et les surplus d'actionnaires et de fonds d'assurance. Rapport du surintendant de l'assurance au Canada, pour l'année se terminant le 31 décembre 1970, volume 1 (Ottawa, Information Canada, 1971), pp. 46c-47c.

l'administration par le vote. La réglementation a un rôle à jouer pour assurer que les gestionnaires des intermédiaires financiers agissent dans le meilleur intérêt des propriétaires d'intérêts résiduels.

Les principaux éléments de la structure régulatrice se situent dans le jeu de Lois spéciales en vertu desquelles la collectivité des établissements opère et, dans le cas des établissements auxquels ces Lois s'appliquent, un de ces éléments principaux consiste dans le jeu de Lois qui régissent l'émission de titres. Généralement parlant, la structure régulatrice répartit partiellement le marché de capitaux en compartiments réduisant ainsi sa sensibilité et son pouvoir de répondre aux demandes et aux offres changeantes de fonds. Il faut admettre cette situation au cours d'un exercice qui touche le développement du marché des créances hypothécaires à l'habitation d'une façon qui est conséquence avec l'amélioration du marché de capitaux comme un tout.

II. LES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

Les intermédiaires financiers à but spécial peuvent offrir un financement à l'habitation en investissant dans les créances hypothécaires à l'habitation, dans les propriétés locatives ou dans les deux. Le mouvement aux Etats-Unis, appelé le trust d'investissement immobilier et qui a attiré l'attention de l'équipe spéciale, comprend les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque, les trusts d'investissement immobilier de participation et les trusts d'investissement immobilier mixtes. Etant donné que l'intérêt ultime du gouvernement fédéral repose dans le financement de l'habitation, nos travaux se sont étendus aux trois genres. Il y avait également une raison spéciale d'inclure l'investissement dans la participation. Les changements projetés dans la fiscalité qui se rapportaient directement à l'investissement immobilier⁹ devaient avoir vraisemblablement des effets matériels adverses sur l'investissement dans la participation, en ce qui concerne l'habitation locative. L'investissement dans l'habitation locative par le moyen des compagnies de placements hypothécaires aiderait à contrebalancer ces effets.

Les projets locatifs et leurs hypothèques peuvent être très importants. Il est donc concevable qu'il puisse se créer des fonds mis en commun pour se lancer dans un seul investissement. Dans ce cas, l'intermédiaire peut servir à créer des obligations d'une importance, d'un terme et d'une priorité qui conviennent aux investisseurs sans, par la même occasion, offrir de diversification. L'investisseur s'occuperait lui-même d'une telle diversification selon ce qu'il désirerait.

Un intermédiaire à investissement unique n'offrirait pas vraisemblablement un montant élevé de financement à l'habitation. Son domaine d'application est limité à des investissements plus importants et cela élimine la forte proportion d'investissements dans l'habitation à l'intention du propriétaire-occupant. Un autre désavantage est qu'une diversification gérée par des pro-

⁹ Nommément, un traitement obligatoire distinct aux fins de l'indemnité des frais de première instance de chaque bâtiment locatif coûtant \$50,000 ou plus, et les pertes sur la propriété locative attribuée à l'indemnité des frais de première instance à ne pas être contrebalancée vis-à-vis des revenus non locatifs. Voir Stuart C. Legge, *Economic Effects of Tax Reform*, Commerce Clearing House Canadian Limited, Tax Reform Booklets, 1971, p. 37.

fessionnels est une caractéristique attrayante pour les investisseurs. De plus, la croissance du fonds par le moyen de la diversification prévoit des augmentations de frais pour son gérant, des occasions de nouvelles émissions pour les souscripteurs, des économies d'échelle pour les investisseurs et une participation plus étendue au fonds, avec une augmentation résultante de la négociabilité, compte tenu des participations à l'avoir à ce fonds.

Les portefeuilles d'hypothèques à l'habitation et au logement locatif pourraient fournir un niveau de diversification. Il serait possible d'atteindre un niveau plus élevé si les fonds pouvaient être investis aussi dans les hypothèques et les valeurs immobilières non résidentielles. On a prétendu que les possibilités additionnelles de diversification sont suffisamment attrayantes pour que davantage de fonds pour le financement à l'habitation puissent être apportés par des moyens qui ne seraient pas exclus de l'investissement immobilier non résidentiel. A l'appui d'un investissement plus étendu, on peut également prétendre que l'approvisionnement de fonds est moins compartimenté que dans le cas de l'investissement d'un seul genre. Mais en poussant l'un ou l'autre de ces arguments au-delà d'un certain point, on prive l'intermédiaire de sa destination spéciale.

Des fonds d'investissement qui sont placés dans les actions sont constitués à capital fixe ou à capital variable, en ce qui concerne l'émission d'actions supplémentaires. Les fonds à capital fixe prévoient une négociabilité de leurs actions par leur cote à la Bourse; les fonds à capital variable prévoient le rachat de leurs propres actions à des conditions qui s'établissent en rapport avec la valeur marchande de leur actif. Si les rachats dépassent les ventes courantes, ces rachats sont financés par la vente d'une partie du portefeuille du fonds. En raison de la faible négociabilité des créances hypothécaires et de l'immeuble locatif, on anticipe que les fonds qui ont investi en premier lieu, dans ces actifs, seraient des fonds à capital fixe dans la plupart des cas.

Il faut s'attendre à la formation de certains fonds hypothécaires à capital variable en raison de trois conditions. D'abord, lorsqu'une institution prêteuse sur hypothèque parraine le fonds, elle peut être en mesure d'entreprendre le rachat des créances hypothécaires du fonds advenant que la chose soit nécessaire afin de faire face aux retraits. Telle était la situation de Royal Trust Company lorsqu'elle a institué son fonds hypothécaire (M FUND). Le rapport entre les créances hypothécaires et l'actif total de la société se situaient bien en deçà de la moyenne de l'industrie. En 1971, cette moyenne s'établissait seulement à 46%, comparativement à 58% pour l'industrie en général (*Tableaux A-8 et A-9*). En deuxième lieu, une fois qu'une société de commercialisation des créances hypothécaires serait formée, les créances hypothécaires pourraient lui être vendues au prix alors en cours. Finalement, contrairement aux actions, les créances hypothécaires sont remboursées. Les mensualités courantes ainsi que certains paiements d'avance dotent le portefeuille d'hypothèques d'une certaine liquidité, particulièrement une fois que le portefeuille a atteint une certaine maturité.

Un fonds à capital variable exige qu'une méthode soit établie pour évaluer son actif sur une base à jour. S'il existait une négociation active des créances hypothécaires, les prix de négociation pourraient servir à cette fin. Une alter-

native consisterait à réévaluer les créances en se fondant sur les changements du taux d'intérêt des nouveaux prêts hypothécaires — par exemple, selon le changement des taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts LNH pour des genres de logement semblables. Si le portefeuille hypothécaire est évalué sur la base des rendements courants, sa valeur aura une tendance à s'enligner avec les autres occasions du marché des créances. Présument, l'investissement dans les créances hypothécaires mises en commun n'est pas aussi susceptible aux changements d'intérêt de l'investisseur comme c'est le cas de l'investissement dans les actions ordinaires. Dans l'affirmative, les fonds hypothécaires ne devraient pas être aux prises avec le problème des retraits nets dans la même mesure que les fonds d'investissement dans les actions.

Les intermédiaires financiers qui investissent dans les hypothèques et dans l'immeuble en vue d'obtenir un revenu, se prévalent fortement, de façon très caractéristique, de l'effet spéculatif accru.¹⁰

La réponse dépend du genre de société et de son actif. Les sociétés à capital variable peuvent subir des sorties nettes de fonds à cause des rachats. Bien qu'on s'attendrait vraisemblablement à moins de sorties nettes de fonds que dans le cas des fonds d'actions, advenant qu'elles se produisent, il faudrait alors liquider des actifs. Si l'actif était assujéti à l'effet spéculatif accru, il faudrait alors amortir certaines créances pour obvier à l'augmentation de l'effet spéculatif. Cela exigerait une autre liquidation des actifs. De même, il faudrait qu'il y ait des créances à court terme ou remboursables. Les besoins d'aliéner des actifs additionnels pour amortir une créance pourraient aggraver le problème original des rachats de participations, entraînant ainsi leur augmentation. Pour qu'un fonds à capital variable assujéti à un effet spéculatif accru s'avère rentable, il lui faudrait vraisemblablement être un fonds hypothécaire LNH, endossé d'un fort parrain et il lui faudrait être institué après qu'une société de commercialisation de créances hypothécaires serait devenue active. Sans aucun doute, il faudrait que l'effet spéculatif soit faible.

Dans son concept pour le moins, l'investisseur jouit de l'option d'établir sa propre méthode des rendements moyens, s'il le désire. Les investisseurs dans tout fonds peuvent choisir le niveau de l'effet spéculatif qu'ils pourraient se constituer pour eux-mêmes, variant de zéro jusqu'à une limite quelconque que les prêteurs, présumément les banques, seraient disposés à prêter sur garantie additionnelle d'actions dans le fonds. L'attrait d'un effet spéculatif institué pour soi-même dépendrait, il va sans dire, de la marge entre le rendement des actions dans le fonds et le taux d'intérêt, le terme et les modalités de remboursement de la créance. L'attrait dépendrait également du traitement fiscal des frais d'intérêt de la créance.

Dans le cas des fonds à capital fixe, les exigences visant la liquidité ne devraient nettement pas exclure le recours à l'effet spéculatif accru. La question est de savoir quel niveau maximal il faudrait admettre. La réponse est en partie une question de protection des investisseurs. A cette fin, la limite de l'effet spéculatif devrait dépendre du besoin de faire concorder les engage-

¹⁰ Le Royal Trust M. FUND est une exception. A quel recours à cette méthode des rendements moyens peut-on s'attendre des sociétés d'investissement hypothécaire?

ments financiers et les actifs et il faudrait que l'effet spéculatif accru soit profitable aux actionnaires. La réponse est aussi, en partie, une question de traitement fiscal accordé aux compagnies de placements hypothécaires. Si, comme c'est le cas des fonds mutuels, les compagnies de placements hypothécaires étaient traitées comme des canalisateurs aux fins de la fiscalité, leur traitement fiscal sera plus favorable que celui de toutes autres grandes institutions prêteuses sur hypothèque, y compris les sociétés de prêt et de fiducie qui sont aussi fortement orientées vers le financement de l'habitation. Un traitement fiscal favorable compense en quelque sorte une limite moindre de l'effet spéculatif.

Un canalisateur aux fins fiscales peut se définir comme un organisme qui reçoit un revenu mais qui en fait, est tenu comme s'il ne l'engendrait pas, et qui paie à ses actionnaires tout son revenu net, ou la plus grande partie de celui-ci. Le canalisateur est un dispositif qui permet à certains investisseurs de faire indirectement ce que d'autres peuvent faire directement. En se fondant sur la définition qui précède, on soumet l'argument qu'il est inapproprié de taxer le revenu au niveau du canalisateur; il faudrait prélever l'impôt auprès des récipiendaires définitifs du revenu net du canalisateur, à leurs taux marginaux applicables. Il est ainsi avantageux pour un organisme d'être classifié comme canalisateur aux fins fiscales.

Le concept d'un canalisateur se rattache étroitement au concept de la passivité.¹¹ Cette dernière découle d'une tentative de distinguer les organismes qui se livrent activement à un commerce ou à une entreprise, des organismes qui détiennent tout simplement des investissements pour un long terme à des fins de portefeuille. Aux Etats-Unis, la distinction a découlé à l'origine, des efforts que le trésor et les tribunaux ont fait pour distinguer les sociétés des trusts. Le concept est appliqué dans un certain nombre de sections du IRC — code du revenu interne, et d'autres statuts fiscaux des Etats-Unis ont voulu appliquer, aux fins de l'imposition sélective, une classification active passive des sources de revenu.

Dans son contexte américain, il semble qu'il n'y ait pas de définitions générales de passivité et sa signification n'est pas tout à fait claire. Dans les dictionnaires juridiques ou généraux, on l'explique habituellement comme un antonyme d'activité. Le terme n'est pas défini comme un concept général dans le code du revenu interne.

La délimitation juridique la plus précise du concept aux Etats-Unis ressort des règles visant les sociétés d'investissement enregistrées et les trusts d'investissement immobilier, dans le code du revenu interne. Un examen de règles visant les trusts d'investissement immobilier indique que ces institutions doivent répondre aux critères vastes suivants, aux fins de déterminer qu'il existe une passivité:

1. Il n'existe pas de commerce.

Ainsi, il ne doit pas y avoir d'inventaires ni d'actifs de commerce, ni rien de plus qu'un revenu commercial incidentel.

¹¹ Cette déclaration et les deux paragraphes suivants sont fondés sur le contenu d'un rapport par Arthur Andersen and Co., *Real Estate Investment Funds: U.S. and Canadian Tax Aspects* (préparé pour l'équipe spéciale sur les nouveaux mécanismes et institutions de financement, soumis le premier juin 1971, inédit).

2. Il n'y a pas de commerce actif.
Il ne doit y avoir rien de plus qu'un revenu incidentel pour services rendus.
3. Les participants sont passifs.
Le trust doit comporter des fiduciaires et nombre d'actionnaires; les actions doivent être facilement disponibles et leur contrôle ne doit pas relever de quelques-uns seulement.
4. Les investissements dans d'autres organismes sont d'une nature de portefeuille. Il ne doit pas se présenter plus qu'un intérêt limité dans les titres de tout autre émetteur.
5. Les investissements sont essentiellement détenus, non vendus. Il ne doit pas y avoir de virement fréquent des investissements de capitaux non plus qu'une trop forte proportion de gains en capital.¹²

Deux aspects particuliers de ces critères veulent qu'on s'y attarde un peu. Un de ces aspects veut que le risque subi en lui-même ne soit pas traité comme une activité. On n'a établi aucune restriction quant au degré de risque en ce qui concerne l'actif que les trusts d'investissement immobilier peuvent détenir. Une gestion réussie d'un portefeuille à risques élevés peut exiger une expertise spéciale et même avec cette expertise, il peut s'ensuire des pertes assez importantes. Ce ne sont pas là des questions de passivité. De même, aucune limite n'est précisée pour l'effet spéculatif. La réglementation gouvernementale de ces établissements peut comprendre des limites tant sur le risque de l'actif que sur l'effet spéculatif en vue de la protection des investisseurs dans les trusts d'investissement immobilier mais ici encore, ces questions ne portent pas sur la passivité.

Le second point est que la propriété doit s'étendre à un vaste domaine. Autrement, un groupe en contrôle pourrait utiliser le dispositif pour servir ses propres intérêts d'affaires, les intégrant ainsi indirectement au groupe.

En parlant de ces critères, on ne présume pas qu'ils constituent un jeu nécessaire, suffisant et optimal de règles qui s'appliqueraient au Canada. On en parle plutôt pour indiquer la nature de l'établissement qu'il faut examiner.

Il ne s'ensuit pas non plus que les compagnies de placements hypothécaires devraient jouir du traitement fiscal de canalisateur tout simplement parce que ces sociétés seraient passives dans le sens indiqué ci-dessus. Le concept de la passivité circonscrit par les cinq critères des Etats-Unis, ne tient pas compte des services offerts par les intermédiaires financiers, qui se répartiraient dans ce cas, sous les rubriques visant les créances d'investissement d'importance, de terme et de négociabilité appropriés ainsi que le choix et la diversification des actifs. La compagnie de placements hypothécaires se rapprocherait d'une coopérative dans le sens que les propriétaires de l'entreprise se prévalent des services qu'elle offre. Il est approprié de taxer les coopératives, et présumément il est approprié de taxer les organismes qui produisent et accordent certains services d'intermédiation financière aux propriétaires.¹² Mais même si la passivité, accompagnée du paiement total des revenus et des gains en capital, ne constitue pas des conditions suffisantes qui justifient le recours au traitement fiscal de canalisateur, il ne s'ensuit pas qu'on doive priver les compagnies de placements hypothécaires du statut de

¹² *Ibid.*, pp. 44-45.

canalisateur. D'autres arguments pourraient justifier ce statut. Par exemple, en présence des désirs du gouvernement fédéral d'augmenter le financement privé aux fins d'un investissement autonome dans l'habitation, les compagnies de placements hypothécaires munies du statut de canalisateur pourraient constituer un moyen efficace de réaliser cet objectif. Il faut s'assurer qu'il est justifié de leur accorder le statut de canalisateur si l'on veut évaluer convenablement les compagnies de placements hypothécaires projetées.

Chapitre 3

Le trust d'investissement immobilier (REIT) aux Etats-Unis

par Michael B. Davies

En tentant d'évaluer le rôle que les fonds d'investissement immobiliers pourraient jouer dans le financement de l'habitation au Canada, il serait d'abord utile d'examiner le développement et les caractéristiques des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis. Le présent chapitre offre d'abord un bref historique de la montée des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis depuis leur début, il y a plus d'un siècle. Le chapitre revoit succinctement les principales caractéristiques: leur traitement fiscal, les investissements, les organisateurs, les conseillers, l'organisation, et la gestion des passifs et des actifs.

I HISTORIQUE

1. *Résumé des antécédents jusqu'en 1960*

Les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis ont vu le jour au Massachusetts, au cours de la décennie de 1850. Ils ont pris la forme de trusts d'affaires, parce que les lois de cet état ne permettaient pas aux sociétés de l'époque de négocier ou encore de détenir des propriétés immobilières aux fins d'investissement. Cette situation s'est maintenue jusqu'en 1912. Parce que le trust d'affaires, à titre d'organisme, peut être structuré pour ressembler étroitement à une société à passif limité, pouvant réunir des fonds d'investissement et céder des certificats de propriété, à perpétuité et moyennant une gestion centralisée, nombre de compagnies et de particuliers du Massachusetts s'en sont prévalus aux fins d'investissement dans la propriété immobilière.

Au cours des décennies de 1920 et de 1930, la popularité du trust d'affaires du Massachusetts comme formule d'entreprise a subi un recul en raison d'un certain nombre de cas à la Cour Suprême des Etats-Unis qui a établi que les trusts, qui se livraient activement dans l'entreprise comme s'ils étaient des sociétés, seraient imposables comme des corporations. En 1935, après une série de cas, la Cour Suprême a décidé que tous les trusts d'affaires y compris ceux qui géraient passivement les fonds d'investissement, devaient

payer l'impôt aux taux des corporations.¹ En 1936 cependant, le Congrès a renversé cette décision et a accordé spécifiquement le traitement fiscal de canalisateur aux trusts et aux corporations qui géraient passivement des valeurs — c'est-à-dire, des fonds mutuels. Moyennant certaines modifications, cette décision fut promulguée dans la Loi de 1939 visant les sociétés à investissement réglementé (Regulated Investment Companies Act).

En 1955, un certain nombre d'anciens trusts d'investissement immobilier du Massachussets qui étaient toujours opérants, ont commencé à faire les couloirs pour obtenir des privilèges semblables en ce qui concerne la fiscalité et que l'on avait accordés aux fonds mutuels. Le Congrès a passé un projet de loi à cette fin en 1956, mais le président Eisenhower y a posé son veto. En 1960, des démarches ont réussi à obtenir, à l'intention des trusts d'investissement immobilier, le traitement fiscal de canalisateur et trois nouveaux articles ont été insérés dans le code du revenu interne de 1954 — les articles 856, 857 et 858.²

Au cours du débat pour obtenir les modifications du code de revenu interne, le comité spécial (Committee of Ways and Means) du congrès des Etats-Unis déclarait ce qui suit:

Your Committee believes that the equality of tax treatment between the beneficiaries of real estate investment trusts and the shareholders of regulated investment companies is desirable since in both cases the method of investment constitutes pooling arrangements whereby small investors can secure advantages normally available only to those with large resources. These advantages include the spreading of the risk of loss by the greater diversification of investment which can be secured through the pooling arrangements; the opportunity to secure the benefits of expert investment counsel; and the means of collectively financing projects which the investors could not undertake singly.

In addition to providing equality of tax treatment between the trust beneficiaries and the investment company shareholders, your committee believes it is also desirable to remove taxation to the extent possible as a factor in determining the relative size of investments in stocks and securities on one hand and real estate equities and mortgages on the other. This is particularly important at the present time because of the shortage of private capital and

¹ Les trusts d'affaires sont survenus d'abord au Massachussets vers le milieu du XIXe siècle. Ils ont surgi en réponse à la loi du Massachussets qui, jusqu'en 1912, n'a pas permis aux sociétés de traiter en propriétés immobilières ni d'en détenir aux fins d'investissement. (Massachusetts Act and Resolves, (1912), Chapter 595, Section 1). Même après 1912, on a eu recours au trust pour investir dans la propriété immobilière parce qu'il possédait la plupart des attributs d'une société. En 1924, la loi fiscale des Etats-Unis a suscité des problèmes pour le trust parce que la Cour Suprême des Etats-Unis maintenait que les trusts qui menaient activement des affaires, devaient être taxés comme s'il s'agissait de sociétés (Hecht V. Malley etc.) 1924, 265 U.S. 155.

Puis en 1935, la Cour Suprême maintenait que tous les trusts d'affaires, même ceux qui étaient passifs, devaient payer l'impôt sur le revenu aux taux des sociétés. (Morrisey v. Comm), 1935, 295 U.S. 334. Cette décision signifiait qu'aucun traitement de canalisateur n'était accordé aux actionnaires d'un trust qui investissait passivement son bien en fiducie dans la propriété immobilière.

J. S. Peterson, *Historical Development of U.S. REITs*, in a memorandum prepared for the Project Team, April 6, 1971.

² E. Norman Bailey, "Real Estate Investment Trusts; An Appraisal", *Financial Analysts' Journal*, May-June 1966, p. 107; and Charles D. Post, of the law firm of Messrs. Goodwin, Proctor and Hoar, of Boston, Massachusetts, personal interview, January 6, 1971. Mr. Post was involved with the lobby in 1960 as counsel for the National Association of Real Estate Investment Funds.

mortgage money for individual homes, apartment homes, office buildings, factories and hotels. At the present time the financing of these real estate equities and mortgages is dependent largely on Government-guaranteed money, and investments by special groups, such as insurance companies and pension trusts.³

Selon un banquier d'investissement des Etats-Unis, le Congrès a adopté la Loi pour deux autres raisons: leur préoccupation au sujet de la récession économique post-1956 et les problèmes de logement que le boom de natalité de la Deuxième Guerre Mondiale entraînerait. Ce même banquier disait que le Congrès était d'avis que le trust d'investissement immobilier pourrait canaliser des fonds vers le secteur de l'habitation afin de remédier aux problèmes du boom de natalité et ces trusts stimuleraient l'économie en offrant de nouveaux fonds à l'industrie de la construction en général.

La caractéristique critique du changement apporté par le Congrès des Etats-Unis au code du revenu interne fut les dispositions voulant que les trusts d'investissement immobilier qui distribuaient 90% ou plus de leur revenu ordinaire, soient taxés aux taux des corporations en ce qui concerne les seuls gains que les trusts retenaient. On accordait ainsi aux trusts d'investissement immobilier le traitement fiscal de canalisateur et comme tels, les trusts d'investissement ne paient pas d'impôt sur le revenu à titre de société bien que chaque investisseur particulier aux Etats-Unis paie l'impôt à son propre taux fiscal, sur tous les dividendes reçus. D'après toutes les autres informations de l'équipe spéciale, cette disposition a été le facteur unique le plus important qui a entraîné le succès de l'industrie des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis, aujourd'hui.

2. Financement par le trust d'investissement immobilier depuis 1960

On a fait une analyse de toutes les offres publiques de 10 000 000 de dollars ou plus souscrites par les trusts d'investissement immobilier au cours de la décennie qui s'est terminée en décembre 1970. Depuis le jour où des modifications furent apportées en 1960 au code du revenu interne des Etats-Unis accordant une exemption fiscale (traitement de canalisateur appliqué au cours des années qui ont suivi le 31 décembre 1960) jusqu'en mars 1962, seulement 5 trusts d'investissement immobilier ont été créés; au cours des 6 années entre mars 1962 et juin 1968, aucun n'a été créé; au cours du reste de 1968, trois ont été lancés, mais en 1969 et en 1970, 53 nouveaux trusts d'investissement immobilier furent créés. Le *Tableau 3-1* donne les chiffres de l'industrie des

Tableau 3-1

L'INDUSTRIE DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER AUX ETATS-UNIS AU 31 DÉCEMBRE 1970 (EN MILLIONS DE DOLLARS)

	<i>Nombre</i>	<i>Actif total</i>	<i>Participation totale</i>
Tous les trusts	114	\$4 310	\$3 109

Source: Federal Reserve Bank of Boston, "Real Estate Investment Trusts: A New Financial Intermediary", *New England Economic Review*, novembre/décembre 1970.

³ Congrès des Etats-Unis, (Committee on ways and means of the House of representatives) cité dans *National Association of Real Estate Investment Funds, Nareiff Handbook of Member Trusts, 1970*, 31 août 1970, p. 4.

trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis, au 31 décembre 1970, comprenant le nombre de trusts, l'actif total et la participation totale.

Qu'est-ce qui explique le volume relativement peu élevé du financement par les trusts d'investissement immobilier, de 1961 à 1968, et le nombre élevé de trusts d'investissement immobilier formés et le volume élevé de financement qui ont suivi?

D'après une étude faite des antécédents de l'industrie des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis,⁴ il fut extrêmement difficile de créer un trust d'investissement immobilier au cours des quelques années qui ont suivi la promulgation de la Loi en 1961. Voici certains des problèmes techniques qui se seraient présentés, apparemment:

1. Peu d'avocats, sauf au Massachusetts et à Chicago, avaient eu une expérience appréciable avec le Common Law et l'organisation de la formule du trust.
2. Sauf au Massachusetts et dans l'Illinois, il y avait une carence générale de trust comme forme d'organisme d'affaires; en conséquence, les lois de tous les autres états n'étaient pas bien élaborées et présentaient de vastes secteurs d'incertitude et de difficultés juridiques.
3. La Federal Securities and Exchange Commission et les divers commissaires d'état n'avaient pas non plus l'expérience voulue pour traiter avec le genre d'organisation en trust d'affaires et avec l'offre publique de valeurs dans le secteur bien connu mais peu compris des investissements immobiliers.
4. En tentant de se conformer aux nouvelles lois fiscales, certains problèmes se sont présentés d'abord en raison de certains secteurs de la nouvelle Loi qui n'étaient pas clairs; il s'est écoulé 20 mois entre la promulgation et la publication des Règlements connexes du Trésor qui amplifiaient la nouvelle Loi fiscale et interprétaient l'application des nouvelles dispositions du code de revenu interne (IRC).
5. On a établi des normes rigoureuses d'organisation et d'exploitation pour tous les financements des émissions d'un nouveau trust d'investissement immobilier dans les règles "blue sky" adoptées par les commissaires de titres du Mid-West.⁵

⁴ Bailey, *op. cit.*, p. 109.

⁵ Antérieurement à l'entrée du gouvernement des Etats-Unis dans le domaine des règlements généraux visant les titres, avec la promulgation de la Securities Act de 1933 qui établissait la Securities Exchange Commission, la plupart des états ont adopté des statuts conçus en vue de protéger le public investisseur des "speculative schemes that have no more basis than so many feet of blue sky" (Hall v. Geiger Jones Co, 242 U.S. 539). En 1961, en l'absence de toute réglementation fédérale des REITs, un certain nombre d'états, aux termes des lois sur les titres qui, en général, existaient avant 1953, ont formulé des règlements en vue de régir les REITs qui émettaient des titres dans leur état particulier.

La Mid-West Securities Commissioners' Association (un groupe volontaire composé de 22 états du Mid-West, du Texas et de la Californie) a adopté au départ un énoncé de politique réglementant les titres de REITs qualifiés dans leur état respectif en 1961, suivie de révisions en 1966 et d'un énoncé de politique supplémentaire en 1970.

L'énoncé de politique établissait les règles sur la composition du conseil des fiduciaires, l'auto-négociation, les honoraires et dépenses, l'effet spéculatif, le capital minimal, les placements, les conditions du contrat de conseiller, les rapports financiers et les réunions des actionnaires. Voir Mid-West Securities Commissioners' Association, *Statement of Policy on Real Estate Investment Trusts*, adopté le 16 juillet 1970.

Les conditions du marché et ainsi que les conditions économiques ont également retardé le développement des établissements. Durant la première phase (1961-1968), les trusts d'investissement immobilier étaient orientés vers la participation. Ces trusts d'investissement immobilier jouissant d'un accès modeste à l'effet spéculatif accru et cela signifiait que leurs gains n'avaient rien de sensationnel. Au cours de cette période, le marché des titres des trusts d'investissement immobilier était régional dans son domaine d'application et son volume était mince.⁶ Jusqu'à 1966, seulement trois trusts d'investissement immobilier étaient cotés à la Bourse; tous les autres négociaient dans un marché au comptoir. Les investisseurs éprouvaient certaines difficultés également à évaluer les premiers trusts de valeurs. La valeur de la propriété immobilière qui est indiquée sur le bilan au prix coûtant, diminue avec le temps avec l'annulation de la dépréciation. Mais cela ne constitue pas toujours un indication précise de la valeur de la propriété. On a toujours tenu la propriété immobilière comme une des meilleures prémunitions contre l'inflation et la valeur marchande des propriétés immobilières augmente souvent en réalité avec le temps, si l'on tient compte de la valeur sous-jacente du terrain, en excluant la détérioration extrême des améliorations.

L'investisseur moyen n'est pas en mesure de déterminer la valeur actuelle de l'actif immobilier non plus que d'en prédire la valeur future et en conséquence, il est peu disposé à payer davantage que la valeur aux livres pour un tel actif. Les investisseurs sont également au courant de l'absence relative de liquidité d'un tel actif, et de la possibilité qu'une vente forcée puisse avoir un rendement inférieur à la valeur aux livres. Pour ces raisons, les investisseurs ont éprouvé des difficultés à évaluer les premiers trusts de valeurs.

Les investisseurs ont également mal compris une autre caractéristique des premiers trusts d'investissement immobilier; selon une institution bancaire d'investissement aux Etats-Unis que l'on a interviewée, "ils ne constituaient pas un instrument de gains en capital pour l'aménagement de terrain étant donné que nombre d'investisseurs tenaient toutes les entreprises immobilières pour existantes". De plus, en 1962, la bourse a subi une débâcle grave. En 1963, un certain nombre de syndicats immobiliers de New York étaient en faillite, ce qui a entraîné un effondrement général du marché immobilier aux Etats-Unis. Bien que les trusts d'investissement immobilier ne furent pas directement impliqués dans l'effondrement des syndicats, ils ont été sérieusement affectés tant par le problème des syndicats que par la débâcle de la Bourse.

En 1968, l'industrie des trusts d'investissement immobilier a entamé une seconde phase. A compter de cette année et jusqu'en 1970, les conditions de resserrement monétaire ont entraîné une forte demande insatisfaite de fonds immobiliers et de fonds de construction. Au début de 1968, Wall Street s'est intéressé aux dossiers des deux plus anciens et plus importants trusts hypothécaires — Continental Mortgage Investors (CMI) et First Mortgage Investors (FMI). Ces deux trusts, tous deux formés en 1962, ont investi dans des hypothèques au lieu d'investir dans des valeurs immobilières. En se prévalant de l'effet spéculatif accru ils ont réussi à développer un excellent dossier de

⁶ Bailey, *Real Estate Investment Trusts*, pp. 111-12.

gains au cours de la période de 6 ans qui a suivi leur constitution. CMI, avec un dossier persistant de croissance composée des gains annuels à 25% s'est valu un rapport de la croissance du prix des actions/gains de 36X, en 1968. FMI avec un dossier de croissance composée de 10%, s'est valu un rapport de la croissance du prix des actions/gains de 28X, au cours de la même année. En dehors de leur dossier remarquable de gains, les investisseurs étaient également attirés par le dossier de pertes peu élevées de ces deux trusts, en dépit de leurs activités intérimaires de prêts hypothécaires, traditionnellement tenues pour un secteur de risques dans le financement immobilier. Les pertes de CMI au cours des 8 années se sont chiffrées par \$66 000 par rapport à un volume de prêts de plus de 500 millions de dollars, alors que les pertes FMI pour la même période, se chiffraient par \$13 000 pour un volume de prêts de plus de 252 millions de dollars.

Le rapport annuel de CMI pour 1970 décrit le succès qu'a connu le trust dans son développement.⁷ Au cours des premières années après sa formation en 1962, CMI a orienté ses prêts hypothécaires à la construction et à l'aménagement vers le marché résidentiel unifamilial et, vers la fin de 1965, il a augmenté son domaine d'activité pour englober une plus vaste gamme de prêts intérimaires à l'immeuble. L'expansion des activités à cette époque, vers ce dernier secteur était attribuable à des changements fondamentaux qui ont commencé en 1965, dans le rapport de l'offre et de la demande sur le marché monétaire des Etats-Unis, entre les fournisseurs et les chercheurs de capitaux. Jusqu'à 1965, les banques commerciales et les établissements prospères étaient à peu près la seule source de prêts immobiliers intérimaires de nature commerciale. Ces établissements, dans les conditions de détente monétaire de l'époque, furent en mesure d'attirer des dépôts considérables à peu de frais qu'ils ont ensuite investis dans des prêts pour financer la construction d'une variété de projets commerciaux y compris des bâtiments de bureaux, des centres commerciaux, des blocs d'appartements multifamiliaux et des bâtiments industriels. D'après CMI, ces établissements qui avaient accès à des fonds à peu de frais, étaient disposés à consentir des prêts à des taux que les trusts d'investissement immobilier ne pouvaient pas appaier. A ce moment-là, CMI se fiait essentiellement aux prêts de banque pour obtenir l'effet spéculatif accru et le coût réel à la société était plus élevé que le montant que les banques payaient sur le certificat de dépôt. Egalement à l'époque, les banques disposaient de montants considérables de dépôts à vue pour les prêts. Etant donné que le resserrement monétaire commençait à se faire sentir tard en 1965 et tôt en 1966, les trésoriers constitués aux Etats-Unis ont cependant perdu intérêt à maintenir des dépôts à vue dans leurs banques et ils ont commencé à investir les fonds oisifs dans le papier commercial et d'autres instruments du marché monétaire à court terme, pour tenter de maximiser le rendement. Les banques, faute de servir d'intermédiaire ainsi, ont jugé nécessaire de rationner leurs fonds au cours du resserrement extrême du crédit de 1966. En ce faisant, elles ont cherché à favoriser leurs clients corporatifs auprès de qui leurs fonds trouvaient une certaine faveur en raison du maintien des soldes de dépôts libres. Ainsi, les aménagistes immobiliers se

⁷ Continental Mortgage Investors, *1970 Annual Report*, le 19 juin 1970, p. 2-3.

sont trouvés très bas sur la liste des clients privilégiés des banques et ils furent forcés de chercher d'autres sources de crédit. Le CMI a dit qu'au cours de cette période la compagnie devint une option logique pour nombre d'aménageurs immobiliers.

Par la même occasion, les investisseurs institutionnels ont commencé à remarquer que CMI offrait un beau dossier de gains accompagné de pertes faibles. CMI a pu ainsi emprunter des fonds à long terme soit sous forme de créances dotées de garanties ou sous forme de créances convertibles, permettant à la compagnie de mobiliser des capitaux à des taux concurrentiels vis-à-vis des banques et des établissements prospères.

Même s'il y eut un commencement de relâchement monétaire en 1967 et 1968, les banques se sont prévaluées de l'occasion pour refaire la liquidité qui s'était tellement épuisée en 1966. Peu après ce fait accompli, les conditions de resserrement monétaire de 1969 se faisaient déjà sentir, donnant au resserrement extrême du crédit de 1966, une allure anémique par comparaison. Les banques commerciales des Etats-Unis n'ont pas en général repris leurs activités de prêts immobiliers des débuts de 1960; et à l'opinion de CMI, elles n'auront probablement jamais un autre tel excédent de dépôts à vue qui leur permettront d'être aussi concurrentielles dans le marché des prêts à la construction, qu'elles le furent à cette époque.

L'absence d'intermédiation a également affecté les établissements prospères, nommément les autres prêteurs hypothécaires intérimaires des Etats-Unis. Tard en 1968 et tôt en 1969, dans une atmosphère de resserrement monétaire, un certain nombre de banquiers hypothécaires régionaux ont institué les trusts d'investissement immobilier à la construction et l'aménagement, et l'offre publique initiale de leurs valeurs a connu du succès. Au cours de cette période, un certain nombre de nouvelles émissions se sont produites et certaines d'entre elles ont doublé de valeur en ce qui concerne leur prix d'émissions, connues sous le vocable "hot new issues". Mais en mai 1969, les actions des trusts d'investissement immobilier ont perdu leur attrait sur le marché secondaire. Cela était dû au fait que les investisseurs pouvaient acheter des actions de trusts d'investissement immobilier à la valeur aux livres auprès des souscripteurs qui mettaient de nouvelles émissions sur le marché — il y avait une multitude de nouvelles émissions en instance à l'époque — au lieu de payer des multiples d'actions en croissance pour faire l'acquisition d'actions de trust d'investissement immobilier sur le marché secondaire. Cela a entraîné un redressement général des prix des actions des trusts d'investissement immobilier sur le marché secondaire. Après mai 1969, les actions des trusts d'investissement immobilier pour la plupart, ont perdu leurs multiples d'actions en croissance alors que les investisseurs en établissaient le prix suivant le rendement.

L'indice Paine Weber des trusts hypothécaires a baissé de presque 40% à la fin d'août 1970 de sa position élevée en mai 1969; au cours de la période correspondante, l'indice des trusts de valeurs a baissé de 20%.⁸ Les critiques

⁸ Source: McLeod, Young, Weir & Company Limited, *Real Estate Investment Funds: Financial, marketing, Operational and Regulatory Aspects* (rapport préparé pour l'équipe spéciale sur les nouveaux mécanismes et établissements de financement. 1971, inédit).

de l'industrie ont dit que l'industrie du trust d'investissement immobilier était un autre dada de promotion de Wall Street, semblable à la promotion des associations d'épargne et de prêt et des sociétés d'investissement dans les petites entreprises, des années 1960. Mais l'industrie s'est alors engagée dans ce qui s'appelle maintenant sa troisième phase, alors qu'un nombre de gros établissements financiers importants des Etats-Unis, les banques, et les compagnies d'assurance-vie ont parrainé les trusts d'investissement immobilier. En parrainant les trusts d'investissement immobilier ces établissements ont ajouté une nouvelle qualité à l'industrie du trust d'investissement immobilier qui les ont stabilisés, suscitant ainsi un nouvel intérêt considérable de l'investisseur. Le *Tableau B-1* (annexe 2) donne les dates d'offre, les noms d'émetteurs, les montants offrants, le genre de trusts d'investissement immobilier et le genre de conseillers à l'endroit de toutes les nouvelles offres des trusts d'investissement immobilier à souscription publique, en excédent de 10 millions de dollars, pour la période s'étendant de 1961 au 31 décembre 1970.

II. SOMMAIRE DE LA LÉGISLATION FISCALE

Aux Etats-Unis, en vertu des dispositions du code du revenu interne et des règlements connexes, les trusts d'investissement immobilier jouissaient de pouvoirs assez vastes d'investir dans des valeurs immobilières et des créances hypothécaires. Mais les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis doivent être des moyens d'investissement passifs; ce qui veut dire, qu'ils ne peuvent pas exploiter d'entreprises immobilières actives dans le cours ordinaire de leurs affaires. Cette restriction a entraîné les trusts d'investissement immobilier à donner à peu près toutes leurs fonctions de gestion à contrat à des conseillers et à des firmes indépendantes de sorte qu'ils agissent strictement à titre d'intermédiaire d'investissement qui se livre à gagner un revenu d'investissement passif. Apparemment cette passivité caractéristique a été précisément conçue par le Congrès des Etats-Unis pour empêcher les aménageurs immobiliers, les hôteliers et les autres exploitants immobiliers de se servir du dispositif pour éviter de payer l'impôt sur le revenu pour leur exercice courant bien que rien n'empêche ces genres de société d'agir en fonction de conseiller pour les trusts d'investissement immobilier.

Ce qui suit, résume succinctement les dispositions applicables du code du revenu interne (IRC) — articles 856, 857 et 858:⁹

1. *Admissibilité d'un trust d'investissement immobilier*

Pour être admis au statut spécial en vertu de l'IRC, un trust d'investissement immobilier doit se conformer à des conditions strictes, entre autres, ce qui suit:

- a) Etre organisé en vertu de la Loi d'état des Etats-Unis, comme trust ou association non incorporés, par un ou plusieurs fiduciaires.
- b) Avoir des actions ou certificats transférables de droit d'usufruit.
- c) Etre un genre d'organisation qui serait frappée d'impôt comme société domestique ordinaire en l'absence de dispositions spéciales de l'IRC.

⁹ National Association of Real Estate Investment Funds, *NAREIF Handbook of Member Trusts*, 1970; pp. 4-8.

2. *Propriété en fiducie*

La propriété en fiducie d'un trust d'investissement immobilier admissible doit être détenue par 100 personnes ou plus. Il est interdit à cinq particuliers ou moins de détenir, directement ou indirectement, plus de 50% du capital de participation.

3. *Limites de revenu*

L'IRC divise les exigences concernant le revenu des trusts d'investissement immobilier en trois catégories, que ce dernier doit satisfaire dans leur totalité pour être admissible:

- a) 90% ou plus du revenu brut doivent provenir de dividendes, d'intérêts, de loyers de propriétés immobilières, de gains provenant de la vente de valeurs et de propriétés immobilières et de dégrèvement et de remboursement de taxe sur propriété immobilière.
- b) Au moins 75% du revenu brut doivent provenir de propriétés immobilières qui sont définies de manière à inclure les loyers provenant de propriétés immobilières; les gains provenant de la vente de propriétés immobilières; l'intérêt sur créances hypothécaires, les dividendes et d'autres répartitions provenant de trusts immobiliers admissibles en vertu de l'IRC; et les dégrèvements et les remboursements de taxes sur propriétés immobilières. Ainsi 75% du revenu brut doivent provenir de la propriété immobilière, une autre tranche de 15% doit provenir soit de la propriété immobilière ou de sources dont une société d'investissement réglementée peut tirer 90% de son revenu, et les derniers 10% ne sont pas limités quant à leur source.
- c) Au plus de 30% du revenu brut peuvent provenir de la vente de valeurs détenues pour moins de 6 mois ou de ventes de propriétés immobilières détenues pour moins de 4 ans, en dehors des conversions involontaires.

4. *Exigences à l'investissement*

Pour se prévaloir du statut de canalisateur, les trusts d'investissement immobilier doivent satisfaire les critères suivants à la fermeture de chaque trimestre de leur année imposable:

- a) 75% de la valeur de l'actif du trust d'investissement doivent être un actif en propriétés immobilières (tel que défini ci-après), en comptant et en item au comptant, et en titres du gouvernement. Ce critère est conçu afin de s'assurer que la plus grande partie de l'actif d'un trust d'investissement immobilier se situera dans la propriété immobilière.
- b) Au plus de 25% de la valeur de l'actif d'un trust d'investissement immobilier peuvent être investis dans des titres d'autres compagnies (à l'exception d'autres trusts d'investissement immobilier, qui sont connus comme des actifs immobiliers).
- c) Au plus 5% de la valeur de l'actif d'un trust d'investissement immobilier peuvent être investis dans des titres provenant d'un seul émetteur quelconque, ou dans plus de 10% des titres donnant droit à un vote et provenant d'un tel émetteur.

5. Menace d'incapacité et protection — code du revenu interne IRC

L'IRC contient certaines dispositions pour empêcher qu'un trust d'investissement immobilier perde son statut parce qu'il n'a pas pu satisfaire ces critères au cours de tout trimestre fiscal, soit par inadvertance ou pour des raisons temporairement inévitables. Ainsi, un trust d'investissement immobilier qui ne répond pas aux exigences visant l'investissement à la fermeture de tout trimestre, en raison d'un écart qui existe immédiatement après l'acquisition de tout titre ou autre propriété qui est entièrement ou partiellement le résultat d'une telle acquisition au cours de ce trimestre, ne perd pas son statut comme trust d'investissement immobilier pour ce trimestre, si l'écart est éliminé en deçà de 30 jours après la fermeture du trimestre. Dans ces cas, un trust d'investissement immobilier est tenu pour avoir satisfait les exigences d'investissement à la fermeture du trimestre, aux fins de ce statut. Même avec cette clause provisoire dans la Loi cependant, la menace d'incapacité en cas d'infractions mineures, d'erreurs de comptabilité et de changements subséquents de décisions en ce qui concerne l'impôt, constituent un des plus gros problèmes pour l'industrie aux Etats-Unis. Bien qu'aucun trust d'investissement immobilier ne fut jamais incapacité en ce qui concerne son statut de canalisateur par le service du revenu interne, au cours de chaque interview menée par l'équipe spéciale, on a souligné que l'incapacité est une méthode inappropriée de traiter avec le trust d'investissement immobilier qui, par inadvertance, ne s'était pas conformé à une exigence quelconque de l'IRC.

6. Définitions

a) Valeur

En ce qui concerne les titres pour lesquels on peut facilement obtenir des cotes sur le marché, la valeur pour ces tests est la valeur marchande de ces titres.

En ce qui concerne les autres titres et actifs, une valeur équitable est celle qui est déterminée de bonne foi comme telle, par les fiduciaires. Dans le cas de titres des trusts d'investissement immobilier, "une valeur équitable ne doit pas dépasser la valeur marchande ni la valeur de l'actif, suivant celle qui est plus élevée". Une recherche entreprise par un autre membre de l'équipe spéciale a indiqué que la citation susmentionnée qui est fondée sur l'article 856 de l'IRC et 856 (6) des règlements, n'est pas très bien rédigée. Cela ne signifie pas que l'on encourage les trusts d'investissement immobilier à anticiper des profits en déclarant faussement la valeur aux livres de leur actif. L'intention de l'IRC et des règlements à ce sujet, était de s'en tenir aux règles de l'art en comptabilité en inscrivant des investissements à la valeur marchande lorsque cette valeur était inférieure à la valeur aux livres.

b) Actifs immobiliers

L'actif immobilier est défini de manière à inclure la propriété immobilière, y compris un avoir dans la propriété immobilière et un avoir dans des créances hypothécaires sur propriété immobilière, et des actions de certificats de droit d'usufruit transférables, dans d'autres trusts d'investissement immobilier.

c) Avoir dans la propriété immobilière

La définition de l'avoir comprend de plus, la propriété et la copropriété de terrain et d'améliorations moyennant un droit sur celui-ci et la propriété à bail d'un terrain ou des améliorations sur celui-ci sans toutefois inclure l'avoir en royauté pour le minerai, l'huile ou le gaz.

d) Revenu-loyer

Pour s'assurer que la plus grande partie du revenu d'un trust d'investissement immobilier provient de l'investissement et non des services rendus aux locataires ou des négociations en immeuble, le revenu-loyer d'une propriété immobilière ne doit pas inclure de montants reçus de cette propriété lorsque la détermination de ces montants dépend en totalité ou en partie du revenu ou des bénéfices que toute personne pourrait retirer de la propriété. Cette règle est apparemment conçue pour empêcher qu'un trust d'investissement immobilier devienne un participant actif dans l'exploitation de la propriété en vertu d'une entente de partage de bénéfices. Une exception à cette règle générale est admise, en ce qui concerne le revenu fondé sur un pourcentage fixe des recettes brutes ou des ventes, étant donné qu'il s'agit là d'un genre courant de contrat locatif qui n'est pas généralement tenu pour connexe aux profits et aux pertes du locataire à bail.

Une deuxième restriction dans l'IRC exclut de la définition du revenu-loyer, les deniers provenant d'une propriété immobilière, les montants pour services rendus directement aux locataires ou pour la gestion ou l'exploitation de la propriété. L'IRC permet cependant qu'un trust d'investissement immobilier accorde ses services indirectement par l'entremise d'un entrepreneur indépendant. L'indépendance de l'entrepreneur est assurée en exigeant que

- (i) le trust d'investissement immobilier ne puisse recevoir un revenu quelconque de l'entrepreneur,
- (ii) l'entrepreneur ne puisse être propriétaire directement ou indirectement d'un avoir supérieur à 35% dans le trust d'investissement immobilier,
- (iii) une personne ou des personnes qui détiennent un avoir de 35% ou plus dans le trust d'investissement immobilier ne puissent détenir, directement ou indirectement, plus de 35% des actions, ou du droit de vote d'un entrepreneur constitué ou un avoir dans l'actif et les profits, s'il ne s'agit pas d'une société.

Une troisième restriction exclut de la définition du revenu-loyer, les deniers reçus d'un locataire si le trust d'investissement immobilier détient un avoir direct ou indirect de 10% ou plus dans l'actif ou les profits de ce locataire. Cette restriction est destinée à empêcher tout rapport d'affaires important entre le trust d'investissement immobilier et le commerce de tout locataire. Les règles de propriété directe sont passablement vastes et détaillées.

7. Mesures fiscales

Tel qu'énoncé antérieurement, lorsque 90% ou plus du revenu ordinaire sont répartis aux actionnaires, les trusts d'investissement immobilier sont sujets à un impôt seulement sur le revenu non réparti. Tout montant qu'un trust d'in-

vestissement immobilier retient est passible d'impôt sur le revenu courant des sociétés. Il faudrait prendre note des dispositions essentielles suivantes:

a) Imposition de la répartition

Le revenu qui est réparti est taxable aux mains des bénéficiaires à titre de revenu ordinaire. Aucune déduction ni exclusion de dividendes reçus ne sont admissibles.

b) Gains en capital

Les gains en capital d'un trust d'investissement immobilier, dans la mesure où ils sont répartis, sont imposables aux mains des bénéficiaires à titre de gains en capital à long terme plutôt qu'à titre de revenu ordinaire. Les gains en capital non répartis sont imposables de la même manière aux mains du trust d'investissement immobilier.

c) Pertes à la vente ou à l'échange

Lorsqu'une action ou un avoir dans un trust d'investissement immobilier est détenu pour 30 jours ou moins, toute perte à la vente ou à l'échange des actions ou de l'avoir, en ce qui concerne tout dividende sur gains en capital reçus au cours de la période de 30 jours, est considérée comme une perte en capital à long terme.

III GENRES DE TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

A travers les ans, les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis ont été classés comme des trusts de valeurs ou des trusts hypothécaires. Les trusts de valeurs ont été essentiellement impliqués dans la propriété d'immeubles, alors que les trusts hypothécaires ont investi dans les hypothèques. Au cours de cette dernière année et demi, cependant, cette distinction est devenue confuse étant donné que nombre de trusts de valeurs établis antérieurement se sont présentés sur le marché avec de nouvelles émissions afin de mobiliser des fonds pour l'investissement dans des prêts hypothécaires à court terme, c'est-à-dire des prêts à la construction et l'aménagement. On les a étiquetés de trusts hybrides. Au cours de l'étude récente par la Federal Reserve Bank de Boston, les trusts d'investissement immobilier sont classifiés selon l'échéance de leur portefeuille d'investissement; c'est là une manière plus précise de décrire les différents genres de trusts d'investissement immobilier. Les quatre différentes catégories s'établissent comme suit: construction et aménagement, investissement à long terme, échéance mixte et autres.¹⁰

1. *Trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement*

Il s'agit là de la catégorie la plus dynamique de trust d'investissement immobilier dans le contexte des nouvelles formations et de l'actif total administré.¹¹ Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement accordent des prêts pour la construction et l'aménagement en vue du financement de l'habitation simple et multifamiliale et pour des bâtiments com-

¹⁰ Peter A. Shulkin, "Real Estate Investment Trusts: A New Financial Intermediary", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, November/December 1970, p. 2.

¹¹ Voir *Tableau 3-2*.

merciaux et industriels. Généralement parlant, les prêts de construction s'accordent pour un terme de 18 mois à deux ans, et sont garantis par une première hypothèque allant jusqu'à 75% ou 80% de la valeur prise des lieux hypothéqués. Ils sont financés au moyen d'engagements fermes par des prêteurs à long terme que l'aménagiste immobilier négocie normalement avant d'obtenir tout engagement pour un prêt de construction. Comme règle de base, le taux d'intérêt réel exigé aux Etats-Unis pour les prêts de construction varie de 4 à 5% au-dessus du taux de prêt de base des banques commerciales aux Etats-Unis. La raison de ces taux d'intérêt élevés est que les prêts à la construction ont toujours été tenus pour des prêts à risque élevé.

Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement investissent également dans des prêts d'aménagement qui sont utilisés pour financer l'achat de terrains non améliorés et l'installation des services, des drains, des égouts et des routes. Les prêts d'aménagement sont habituellement consentis à raison de 60 à 75% de la valeur prise du terrain, et ils sont garantis par une première hypothèque. Le terme normal est de 2 à 3 ans. Cette catégorie de prêts est généralement tenue pour des prêts de risque plus élevé que les prêts à la construction parce que la propriété est à un stade moins avancé d'aménagement et parce qu'il n'y a aucun engagement ferme de financement de la part de tout prêteur à long terme. Les frais d'aménagement sont généralement remboursés à même les recettes du prêt de construction ou à la vente du terrain aménagé. Les taux d'intérêt varient de 1 à 3% de plus que les taux de prêt à la construction.

Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement rapportent également un revenu sous forme de droits à même les engagements d'attente. En faisant l'acquisition d'un prêt à la construction sur première hypothèque, un trust d'investissement immobilier exigera généralement que le constructeur obtienne un engagement de prêt hypothécaire à long terme auprès d'un prêteur institutionnel. Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement émettront parfois à un constructeur, un engagement d'attente pour lui aider à obtenir un prêt hypothécaire à long terme ou à moyen terme, advenant qu'aucuns fonds d'engagement ferme ne soient disponibles d'un prêteur à long terme, au parachèvement. Un constructeur obtient un engagement d'attente, s'il ne veut pas contracter un engagement à long terme au moment où il négocie son financement intérimaire. Cela se présentera fréquemment si les constructeurs croient que les taux à long terme baisseront avant que leur projet ne soit parachevé. Les trusts d'investissement immobilier exigent des honoraires non remboursables pour l'émission d'un engagement d'attente et ces honoraires sont payables au moment où l'engagement se prend.

L'autre source commune de revenu sous forme d'honoraires dont jouissent les trusts d'investissement immobilier, se situe dans la promesse d'engagement intérimaire. Dans certains cas, l'engagement hypothécaire permanent d'un prêteur institutionnel à long terme comprend une disposition en vertu de laquelle il faut se conformer à certaines exigences après la construction; par exemple, l'occupation doit atteindre un niveau minimal avant que le prêteur ne soit disposé à financer au-delà du maximum stipulé (environ 80 à 85%)

de l'engagement total. Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement émettent des engagements pour combler la lacune, la différence de 15 à 20%. Ces prêts pour combler la lacune sont subordonnés à l'hypothèque à long terme du prêteur. Les trusts d'investissement immobilier émettent ces engagements pour combler les lacunes moyennant des honoraires payés d'avance et non remboursables. Etant donné qu'il n'est pas généralement désirable de financer les engagements intérimaires, les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement limitent leurs activités dans ce secteur à 15% de leur portefeuille total.

Les premiers trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement ont également fortement investi dans les hypothèques permanentes assurées de Federal Housing Authority et de Veterans' Administration. A la demande insistante de leurs créanciers senior, de leurs banquiers et de leurs prêteurs à long terme, CMI et FMI, les deux premiers trusts d'investissement pour la construction et l'aménagement, avaient investi jusqu'à 50% de leur portefeuille dans des hypothèques permanentes de la Federal Housing Authority et des hypothèques assurées de Veterans' Administration. Mais considérant le comportement heureux de CMI et de FMI, les trusts d'investissement pour la construction et l'aménagement qui ont été formés depuis 1968, étaient apparemment en mesure de négocier du crédit sans inclure les hypothèques permanentes FHA et les hypothèques assurées de Veterans' Administration dans leur portefeuille. Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement formés depuis 1968, ont fondé leur argument sur le fait que les hypothèques de la FHA et de la VA n'accordaient aucune liquidité (parce qu'elles étaient en fait des instruments qui ne pourraient pas vraisemblablement être mis sur le marché) et elles réduisaient les gains (parce que les taux d'intérêt FHA et VA étaient considérablement inférieurs aux taux de prêt pour la construction et l'aménagement). Aussi, un certain nombre des trusts d'investissement pour la construction et l'aménagement formés plus récemment, étaient parrainés par des établissements financiers importants et partant, ils pouvaient plus facilement obtenir du crédit que les premiers trusts d'investissement immobilier indépendants. En conséquence, les trusts d'investissement immobilier plus récents ne se voyaient pas obligés d'inclure dans leur portefeuille des hypothèques de la FHA ou de la VA.

2. Trusts d'investissement immobilier à long terme

La deuxième catégorie de trusts d'investissement immobilier décrite par la Federal Reserve Bank de Boston, comprend ceux qui investissent d'abord dans des actifs à long terme. Mais pour la plupart, il s'agit de trusts d'investissement immobilier qui se spécialisent dans la propriété directe d'immeubles qui rapportent un revenu (principalement des bâtiments de bureaux, des centres commerciaux, et des appartements); il s'agit également de trusts d'investissement immobilier sur hypothèques à long terme et à terme moyen, qui investissent principalement dans les hypothèques permanentes garanties par les mêmes genres de propriété. Un certain nombre de trusts d'investissement immobilier investissent à la fois dans des hypothèques à long terme et dans des valeurs.

Quelques trusts d'investissements à long terme sont très spécialisés. Par exemple, Hubbard Real Estate Investments se spécialise dans un financement de l'achat avec retour locatif. Deux trusts d'investissement immobilier, Holiday Inn Investors et Hotel Investors, investissent exclusivement dans des hôtels. Medical Mortgage Investors a été constitué en vue d'accorder des prêts hypothécaires intérimaires et permanents pour des hôpitaux et des maisons de soin, et U.S. Leasing Real Estate Investors se spécialise dans la propriété et la location à bail de bâtiments de succursale de banque. On retrouve par ailleurs, deux trusts d'investissement immobilier distinctifs: Stadium Realty Trust, qui fut en mesure de mobiliser 4,5 millions de dollars pour construire et être propriétaire d'un stade de football pour l'équipe de football Boston Patriots, et Mutual Real Estate Investment Trust qui fut constitué pour investir dans des bâtiments d'appartements multiethniques.

Le *Tableau 3-2* révèle qu'à la fin de 1970, il y avait 60 trusts d'investissement immobilier à long terme détenant un actif pour un total de 1,6 milliards de dollars.

3. Trusts d'investissement immobilier à échéances multiples

L'étude de Federal Reserve Bank de Boston procure également des chiffres en ce qui concerne les trusts d'investissement immobilier qui détiennent une variété d'investissements. Cette catégorie peut bien augmenter au cours de la prochaine année étant donné qu'un certain nombre de trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement qui éprouvent des difficultés à créer des quantités suffisantes de prêts pour la construction et l'aménagement, rapportant des intérêts élevés, moyennant une cote de solvabilité satisfaisante, pourraient bien commencer à investir à plus long terme. Le trust d'investissement immobilier Chase Manhattan dont l'exploitation consistait d'abord en activités comme trust pour la construction et l'aménagement, a déjà commencé à souscrire des hypothèques permanentes et à investir dans des valeurs. Le *Tableau 3-2* démontre qu'à la fin de 1970, il y avait 8 trusts d'investissement immobilier à échéances multiples comportant un actif total de 470 millions de dollars.

4. Autres trusts d'investissement immobilier

L'étude de Federal Reserve Bank de Boston présente également un trust sous le titre divers, qui poursuit un commerce de prêts par versements pour les propriétaires-occupants.

IV ORGANISATEURS ET CONSEILLERS DE TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

A peu près n'importe qui peut organiser et conseiller un trust d'investissement immobilier aux Etats-Unis. Au début des années 60, la plupart des trusts d'investissement immobilier étaient organisés indépendamment. Ceux qui ont été organisés tard en 1968 et tôt en 1969, le furent habituellement par de petits banquiers hypothécaires régionaux. A la suite d'un point mort dans les nouvelles formations, vers le milieu de 1969, une multitude de trusts d'investissement immobilier furent organisés par de gros banquiers hypothé-

Tableau 3-2

CLASSIFICATION DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SELON LE GENRE ET LE CONSEILLER 1970*
(MILLIONS DE DOLLARS)

Affiliation du conseiller

	Total			Banque commerciale			Compagnie d'assurance-vie			Conglomérat financier			Banquier hypothécaire			Autres		
	no.	actifs	partic.	no.	actifs	partic.	no.	actifs	partic.	no.	actifs	partic.	no.	actifs	partic.	no.	actifs	partic.
Tous les trusts	114	\$4,310	\$3,109	22	\$847	\$750	8	\$596	\$566	12	\$672	\$578	13	\$415	\$290	59	\$1,780	\$924
Construction et aménagement	45	2,181	1,539	14	586	500	3	126	98	7	327	238	12	354	253	9	788	449
Echéances multiples	8	470	386	3	92	86	1	150	150	1	40	40	1	61	37	2	127	72
A long terme	60	1,630	1,155	5	169	164	4	320	318	3	276	271	—	—	—	48	865	402
A versements de prop.-occ.	1	29	29	—	—	—	—	—	—	1	29	29	—	—	—	—	—	—

* Les trusts d'investissement immobilier ont été identifiés à l'aide d'une liste fournie par National Association of Real Estate Investment Funds et à l'aide également de sources courantes d'information financière. Les chiffres de l'actif et de la participation sont fondés sur les derniers états financiers disponibles au 31 décembre 1970. Dans le cas des nouveaux trusts d'investissement immobilier qui n'ont pas encore émis d'état financier, le montant offrant fut utilisé tant pour l'actif que pour la participation. Les chiffres de l'actif et de la participation pour ces trusts d'investissement immobilier avec un avoir de propriétaire dans des propriétés, peuvent être considérablement sousestimés en raison des pratiques de comptabilité. Parce que le genre de trust d'investissement immobilier ou le conseiller n'appartenait pas nettement à l'une des catégories susmentionnées, sa désignation fut déterminée arbitrairement. La colonne du nombre comprend un petit trust de construction et d'aménagement et un petit trust à long terme, tous deux affiliés à "d'autres" conseillers, pour lesquels on n'a pu obtenir les chiffres de l'actif et de la participation. Les obligations convertibles sont tenues pour être un élément de la participation. Le total peut ne pas être égal à la somme parce que les chiffres ont été arrondis.

Source: Peter A. Schulkin, "Real Estate Investment Trusts: A New Financial Intermediary", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, novembre/décembre, 1970.

caires nationaux, des banques d'affaires, des compagnies d'assurance-vie et des conglomérats financiers.

1. *Trusts d'investissement immobilier de banques d'affaires*

Vingt-deux des 114 trusts d'investissement immobilier qui existaient à la fin de 1970, furent organisés par des banques d'affaires des Etats-Unis. Les trois plus grosses banques d'affaires des Etats-Unis ont soit organisé, soit annoncé leur intérêt à organiser un trust d'investissement immobilier. La Bank of America National Trust and Savings and Savings Association (Bank of America) et la Chase Manhattan N.A. (Chase Manhattan Bank) ont toutes deux organisé des trusts d'investissement immobilier et la First National City Bank de New York a annoncé son intention d'inaugurer un trust d'investissement immobilier. Le parrainage d'un gros trust d'investissement immobilier par Chase Manhattan Bank, en avril 1970, (annoncé au départ à 150 millions de dollars, et plus tard, émis à 113 millions de dollars) a constitué l'endossement final de la rentabilité et du potentiel de l'industrie du trust d'investissement immobilier.

En plus de profiter des frais consultatifs (voir commentaires ultérieurs), quels autres avantages les banques ont-elles tirés de leur rôle d'organisateur et de conseiller des trusts d'investissement immobilier? Certaines banques se sont prévaluées du trust d'investissement immobilier pour éviter des restrictions légales qui les empêchent de prêter pour l'aménagement de terrain et le développement immobilier ou d'investir dans des titres immobiliers. Etant donné que les banques détiennent essentiellement des engagements financiers à court terme, elles ne sont pas disposées à engager des fonds dans des actifs à long terme tels que des hypothèques à long terme ou des titres immobiliers. Ainsi, certaines banques se sont servi du trust d'investissement immobilier comme méthode de participation prudente à l'investissement immobilier à long terme. Le facteur fondamental sous-jacent de la formation d'un trust d'investissement immobilier par les banques en 1969 et tôt en 1970, se situait cependant dans le resserrement monétaire qui existait à l'époque. Par suite des restrictions qui découlaient des taux imposés par U.S. Federal Reserve Bank's Regulation Q¹², les banques d'affaires des Etats-Unis ne pouvaient pas mobiliser suffisamment de fonds pour satisfaire la demande globale de prêts. Au cours de cette période, les banques des Etats-Unis ont dû augmenter les taux et rationner le crédit auprès de leurs clients existants et elles ont accordé une faible priorité aux aménagistes immobiliers. En parrainant un trust d'investissement immobilier, les banques d'affaires ont pu mobiliser des fonds de l'extérieur pour accommoder leur clientèle constituée d'aménagistes immobiliers. Aussi, en organisant des trusts d'investissement immobilier, les banques pouvaient faire profiter leur personnel d'investissement immobilier des avantages que leur procuraient les économies d'échelle. Une autre raison qu'une banque importante de New York a donnée pour justifier l'organisation d'un trust d'investissement immobilier, fut la prédiction que les demandes de capitaux provenant des industries aérospatiales, du transport et de l'im-

¹² Le Règlement Q fut imposé pour protéger les associations d'épargne et de prêt, de l'absence d'intermédiation.

meuble immobiliseraient le pouvoir de la banque de fournir des fonds à même leur avoir existant, au cours de la décennie de 1970. Un trust d'investissement immobilier fut donc formé afin de satisfaire la demande de ces clients immobiliers; au cours de cette décennie. Une autre banque de New York serait en voie d'inaugurer un trust d'investissement immobilier pour s'occuper du financement à long terme pour l'habitation multifamiliale. Cette banque s'attend à gagner un rendement raisonnable de son entreprise tout en contribuant au besoin social de logement.

Quels sont les avantages pour les actionnaires qui investissent dans un trust d'investissement immobilier parrainé par une banque? Le principal avantage se situe dans le fait que les trusts d'investissement immobilier de banque sont en mesure de se prévaloir de l'effet spéculatif accru et partant, de garantir un niveau élevé de gains. Il est possible d'y arriver par l'entremise de prêts directs consentis par l'établissement bancaire-conseiller ou par le moyen de prêts que le conseiller peut conclure avec l'aide d'autres banques compatibles ou par le moyen de documents d'affaires appuyés par des lignes de crédit bancaires. Alors que la plupart des banques ne garantissent pas les obligations de crédit de leurs trusts d'investissement immobilier, on est porté à croire que ces institutions appuyeraient leur parrainage plutôt que de mettre leur réputation en jeu. A ce sujet, il vaut la peine de noter que tous les trusts d'investissement immobilier formés par des banques et des compagnies d'assurance-vie, s'identifient facilement par un nom qui ressemble à celui de leurs établissements-conseillers (par exemple, Chase Manhattan Mortgage Realty Trust dont Chase Manhattan Bank est conseiller). Un deuxième avantage est que les banques ont un pouvoir considérable d'engendrer des prêts. Chase Manhattan Bank a été jusqu'à ce jour, la banque la plus agressive dans son parrainage d'un trust d'investissement immobilier; elle s'attend de souscrire 100 millions de dollars en prêts intérimaires par mois: 50 millions de dollars, pour son trust d'investissement immobilier et 50 millions de dollars, pour son propre compte.

Au cours d'une interview avec une banque qui avait organisé un trust d'investissement immobilier important pour la construction et le développement on a suggéré que la banque ne l'aurait pas fait si elle avait pu, par ses propres moyens, mobiliser suffisamment de fonds pour répondre à ses demande de prêts immobiliers. Logiquement, on a prétendu qu'alors que le côté actif du bilan serait le même pour la banque et son trust d'investissement immobilier, les frais que la banque aurait encourus pour obtenir des fonds auraient été considérablement moindres que dans le cas du trust d'investissement immobilier (même sur une base après impôt). Cette banque aurait donc pu profiter plus avantageusement en prêtant directement qu'en prêtant indirectement par l'entremise de son trust d'investissement immobilier, en échange de ses frais de conseiller. La banque a conclu que ses frais pour obtenir des fonds étaient moindres que dans le cas de son trust d'investissement immobilier associé, principalement parce que la banque pouvait disposer de dépôts à vue et pouvait se prévaloir davantage de l'effet spéculatif accru.

La plupart des banques ont organisé soit un trust d'investissement immobilier pour la construction et le développement ou un trust d'investisse-

ment immobilier pour des hypothèques à long terme. Le trust d'investissement immobilier à valeurs de participation de la Bank of America est unique, à ce jour.

2. *Trusts d'investissement immobilier de compagnies d'assurance-vie*

Les compagnies d'assurance-vie se sont lancées agressivement dans le secteur des trusts d'investissement immobilier. Huit trusts d'investissement immobilier avaient été parrainés par des compagnies d'assurance-vie à la fin de 1970, où l'actif se chiffrait au total par quelque 600 millions de dollars. Deux des trois plus importantes compagnies d'assurance-vie aux Etats-Unis ont organisé ou annoncé leur intention d'inaugurer un trust d'investissement immobilier: en 1970, Equitable Life Assurance Society des Etats-Unis a établi un trust d'investissement immobilier avec un capital de 150 millions de dollars; et on rapporte que Prudential Insurance Company of America, la plus importante compagnie d'assurance-vie des Etats-Unis, serait en voie d'établir un trust d'investissement immobilier de 300 millions de dollars. Connecticut General Life Insurance Company que l'on tient pour l'une des compagnies d'assurance-vie importante dans le contexte de son pouvoir d'investissement immobilier a fondé le premier trust d'investissement d'assurance-vie, par une offre de 100 millions de dollars, en avril 1970. D'autres compagnies d'assurance-vie ont depuis fondé des trusts d'investissement immobilier et elles comprennent Mutual Life Insurance Company de New York, Massachusetts Mutual Life Insurance Company, State Mutual Life Assurance Company of America, et North Western Life Insurance Company.

Les compagnies d'assurance-vie ont eu à faire face à des problèmes d'intermédiation difficiles, au cours du rabais de crédit de 1966, et davantage encore, au cours de la période de resserrement monétaire s'étendant de 1968 jusqu'au début de 1970. Au cours de ces deux périodes, alors que la demande de prêts hypothécaires à long terme était forte et que les taux étaient très attrayants, les compagnies d'assurance-vie ont constaté une réduction de leur cash flow parce que les détenteurs de police ne se sont pas prévalus de leur droit d'emprunter sur leur police et parce que les remboursements anticipés au compte des hypothèques avaient ralenti. Une importante compagnie d'assurance-vie qui fut interviewée, a déclaré qu'à la pointe du resserrement monétaire tard en 1969, ses prêts sur police se faisaient à raison de dix millions de dollars par mois. En 1969, les prêts sur police des compagnies d'assurance-vie ont augmenté de 2,5 milliards de dollars (22% de plus qu'en 1968) pour donner un total de 13,8 milliards de dollars, soit l'équivalent de 7% des actifs de toutes les compagnies d'assurance-vie des Etats-Unis¹³. En 1970, les prêts sur police ont continué d'augmenter à mesure que les détenteurs de police d'assurance-vie continuaient d'être attirés par des titres à rendement plus élevé, y compris les obligations de qualité, où ils pouvaient gagner considérablement plus que les taux d'emprunt sur leur police à 5 ou à 6%. Les trusts d'investissement immobilier constituaient une réponse à ces problèmes. En les établissant, les compagnies d'assurance-vie pourraient continuer à

¹³ 1970 *Life Insurance Fact Book*, cited by William B. Smith and Benjamin R. Jacobson, "Real Estate Investment Trusts: In the Money and Here to Stay", *Real Estate Forum*, October 1970, p. 26.

satisfaire la demande de prêts tout au long des périodes de resserrement monétaire et gagner des taux attrayants. De plus, elles pouvaient continuer d'utiliser leur propre personnel de prêt et s'occuper de leurs clients de longue date dans l'industrie immobilière, qui tous les deux ont manifesté une propension à devenir sérieusement interrompus au cours des périodes de resserrement monétaire antérieures.

De plus, d'après les discussions avec des praticiens actifs de l'industrie et selon Federal Reserve Bank of Boston, plusieurs compagnies d'assurance-vie croient que la rareté des fonds immobiliers à long terme persistera pour nombre d'années, même s'il devait se présenter des périodes de relâchement monétaire. Un autre avantage particulier de la compagnie d'assurance-vie se situe apparemment dans le relèvement de son image comme établissement de financement agressif. Egalement, la cote d'un trust d'investissement immobilier rattaché publiquement à un établissement d'affaires, a relevé l'image de la compagnie d'assurance-vie envers ses détenteurs de police.

Comme les banques, les compagnies d'assurance-vie devraient être en mesure de fournir aux trusts d'investissement immobilier, un personnel d'investissement compétent ainsi qu'une source soutenue de nouveaux investissements. Une compagnie d'assurance-vie qui fut interviewée, a déclaré qu'elle recherchait de nouvelles affaires pour un montant d'un million de dollars par année, soit un montant égal à la capacité même du conseiller en investissements annuels dans les nouveaux prêts. Il est raisonnable d'admettre hypothétiquement que les autres compagnies d'assurance-vie visaient à étendre aussi agressivement l'activité de leur trust d'investissement immobilier. Pour la plupart, les compagnies d'assurance-vie ont patronné un des trusts d'investissement immobilier à long terme. Comme les banques, les compagnies d'assurance-vie qui agissent en fonction de conseiller devraient être en mesure d'aider leurs trusts d'investissement immobilier à obtenir du crédit.

3. Trust d'investissement immobilier de conglomérat financier

Les honoraires de conseiller et l'habileté d'offrir un service financier complet sur les lieux, ont probablement motivé un certain nombre de conglomérats financiers à organiser des trusts d'investissement immobilier. La plupart de ces compagnies ont organisé des trusts d'investissement immobilier pour financer leur propres entreprises immobilières.

4. Trusts d'investissement immobilier de banquiers hypothécaires

Aux Etats-Unis, les banquiers hypothécaires agissent comme intermédiaire entre les investisseurs et les prêteurs immobiliers. Parce que les banquiers hypothécaires aux Etats-Unis ont toujours consenti des prêts pour la construction et l'aménagement, l'établissement de trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement est un rajout naturel à leur commerce régulier d'arrangement de financement immobilier.

5. Autres trusts d'investissement immobilier

Dans l'étude de Federal Reserve Bank of Boston, la catégorie "autres trusts d'investissement immobilier" comprend les trusts d'investissement immobilier

indépendants et les premiers trusts d'investissement immobilier de participation à conseiller autonome.

L'étude ne comprenait pas une catégorie distincte pour les trusts d'investissement immobilier parrainés par les aménagistes immobiliers. Les aménagistes immobiliers sont cependant les destinataires des prêts immobiliers et par tradition, ils sont à court de capital. Un certain nombre des aménagistes plus importants et mieux connus des Etats-Unis organiseraient des trusts d'investissement immobilier pour tenir lieu de compagnies de financement captives.

En 1970, un aménagiste de la Georgie a mobilisé 42 millions de dollars par l'entremise d'un trust d'investissement immobilier, Cousins Mortgage and Equity Investments. Cabot, Cabot and Forbes, un aménagiste important dont le siège social est situé à Boston, a mobilisé 50 millions de dollars en organisant un trust d'investissement immobilier, en avril 1971.

Bien que les aménagistes immobiliers soient dans une situation particulièrement avantageuse pour agir en fonction de conseiller pour les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme, les personnes de l'extérieur que l'on a interviewées, étaient d'avis que les aménagistes sont souvent aux prises avec des problèmes de conflit d'intérêts lorsqu'ils ont recours à leur trust d'investissement immobilier pour financer leur propre projet.

Tel que mentionné antérieurement, des firmes bancaires d'investissement de Wall Street ont organisé un certain nombre de trusts d'investissement immobilier. Habituellement, le rôle de la firme bancaire d'investissement prend fin après la souscription du trust d'investissement immobilier, bien que, quelques fois, un banquier d'investissement puisse devenir membre du conseil d'un trust d'investissement immobilier et dans cette capacité, peut agir en fonction de conseiller financier. De plus, certaines firmes bancaires d'investissement sont en réalité propriétaires de la totalité ou d'une partie du conseiller. La subsidiaire immobilière de Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. (Merrill Lynch) est conseiller pour Hubbard Real Estate Investments. La subsidiaire immobilière de Merrill Lynch détient également 10% du conseiller de Cousins Mortgage and Equity Investments et 20% du conseiller d'American Century Mortgage Investors. D'autres firmes bancaires d'investissement sont propriétaires jusqu'à concurrence d'une proportion variant de 10 à 25% de diverses compagnies-conseil, y compris les conseillers de Alison Mortgage Investment et Mortgage Investors de Washington. Certains de ces postes détenus furent probablement acquis sous forme de compensation pour le rôle que la firme bancaire d'investissement joue dans l'organisation de ces trusts d'investissement immobilier, puis en vendant leurs actions. Dans le cas de Hubbard Real Estate Investments, Merrill Lynch, par l'entremise de sa subsidiaire immobilière, remplit la fonction de gestion totale à titre de conseiller.

V. ORGANISATION

A peu près tous les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis ont des conseillers indépendants. Parfois, le conseiller prend la forme d'une société

constituée séparément alors que dans d'autres cas, le conseiller fait partie intégrante de l'établissement parrain. Le rapport légal normal entre le trust d'investissement immobilier et le conseiller est contractuel. Le rapport ressemble de près à l'organisation d'un fonds mutuel des Etats-Unis.

L'exigence de l'IRC voulant qu'un trust d'investissement immobilier soit un véhicule d'investissement passif constitue l'une des raisons de solliciter un conseiller indépendant. Bien que l'existence d'un conseiller indépendant ne soit pas obligatoire en vertu de l'IRC, les organisateurs jugent qu'elle rend la passivité plus réelle. Certains trusts d'investissement immobilier agissent sans le bénéfice d'un conseiller. Habituellement, il s'agit des trusts d'investissement immobilier plus anciens qui furent établis au Massachussetts comme des trusts de valeurs avant les modifications apportées à l'IRC, en 1960. Pour rester passifs, ces trusts d'investissement immobilier réservent les services de gestionnaires indépendants pour s'occuper de leurs propriétés bien que leur conseil puisse comporter des fiduciaires à plein temps, à qui il incombe de prendre les décisions d'investissement.

Chaque trust d'investissement immobilier comporte un conseil de fiduciaires dont le rôle est analogue à celui d'un conseil d'administration de compagnie. Comme tels, les fiduciaires sont choisis par les actionnaires lors de la réunion annuelle et sont responsables envers les actionnaires. Un conseil de fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier, comme tout conseil d'administration d'une société, a le dernier mot sur les recommandations d'investissement du conseiller.

Généralement, des directeurs sont entremêlés entre le conseiller et le trust d'investissement immobilier bien qu'en vertu des "blue sky rules" des Mid-West Securities Commissioners, la majorité des fiduciaires du trust d'investissement immobilier ne peuvent pas être affiliés au conseiller.

De plus, la plupart des trusts d'investissement immobilier ont été dotés d'un conseiller indépendant pour permettre à la gestion-clé du conseiller de détenir un intérêt dans celui-ci. Un fiduciaire d'un trust d'investissement immobilier de valeurs organisé longtemps avant les modifications apportées à l'IRC, en 1960, a fait remarquer que son inhabileté à être propriétaire partiel du conseiller, a amoindri son incitation à améliorer le rendement et a nui au recrutement du personnel de cadre. Il a dit que si le trust d'investissement immobilier devait s'organiser à nouveau, il le ferait en se dotant d'une société-conseil distincte.

La *figure 3-1* établit sous forme de diagramme, les deux modes typiques d'organisation d'un trust d'investissement immobilier.

Un conseiller reçoit des honoraires pour ses conseils d'investissement à un trust d'investissement immobilier. Les trusts d'investissement immobilier qui ont été admis aux termes des "blue sky rules" de Mid-West Securities Commissioners ne peuvent pas payer d'honoraires de consultation en excédent de 1½ % de leur actif net investi ou de 25 % de leur revenu net avant la déduction des honoraires de conseiller, selon le montant le plus élevé; mais en aucun cas les honoraires du conseiller ne peuvent-ils être supérieurs à 1½ % de l'actif total investi dans un trust d'investissement immobilier. La plupart des contrats de conseiller que l'on a étudiés prévoient que le con-

seiller reçoit 1/12 à 1/10% mensuellement des actifs investis moyens, ou 25% du revenu net d'un trust d'investissement immobilier avant la déduction des honoraires du conseiller, 10% de tous les revenus en excédent de 8% du revenu net, et 10% de tous les gains en capital moins toute perte en capital. Les deux dernières bases d'honoraires sont sans doute conçues à titre d'incitation du conseiller. Pour ces honoraires, le conseiller amorce de nouveaux investissements, étudie et recommande de nouveaux investissements et administre les opérations quotidiennes du portefeuille d'investissement. Aux Etats-Unis, le conseiller paie tous les frais administratifs à même ses honoraires de conseiller. En dehors des honoraires de conseiller, les dépenses d'un trust d'investissement immobilier sont généralement limitées à la dépense d'intérêts sur la dette, s'il y a lieu; les frais encourus pour mobiliser de nouveaux capitaux et pour les taxes, les honoraires de cession et les dépenses juridiques associées aux trusts d'investissement immobilier. Il faudrait remarquer qu'en vertu de la plupart des contrats de conseiller, les honoraires de base du conseiller, sont payés indépendamment des profits d'un trust d'investissement immobilier.

La plupart des trusts d'investissement immobilier dotés d'un conseiller indépendant, maintiennent un personnel squelette à plein temps; et à l'exception des fiduciaires qui sont associés au conseiller, les fiduciaires sont embauchés à temps partiel.

Le conseiller d'un trust d'investissement immobilier et de valeurs et d'un trust d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme reçoit souvent des honoraires moindres parce que leurs exigences en main-d'oeuvre et leurs autres frais administratifs sont inférieurs à ceux d'un trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement.

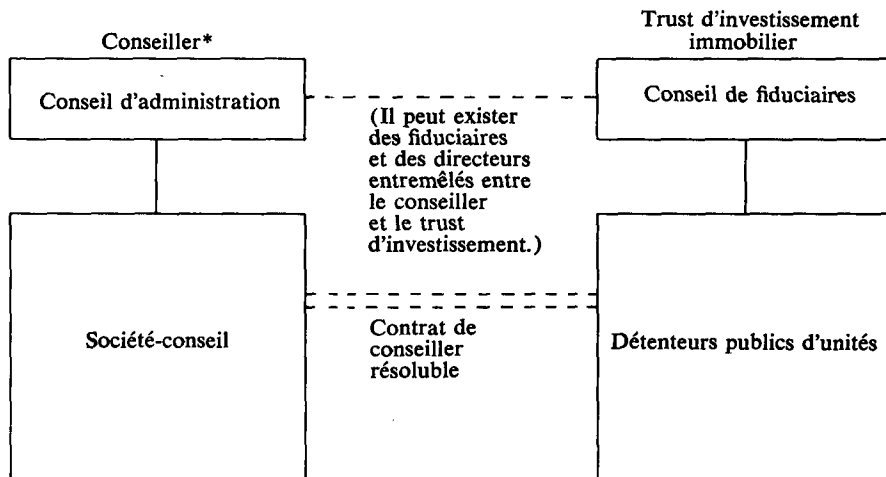
Les "blue sky rules" de Mid-West Securities Commissioners exigent qu'un contrat de conseiller conclu antérieurement à l'offre publique initiale ne peut pas se faire pour plus de 3 ans; par la suite, il doit être renouvelé annuellement.

En loi, les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis peuvent être à capital fixe ou à capital variable. Les "blue sky rules" de l'état et les règlements de Securities Exchange Commission interdisent cependant, les trusts à capital variable. Comme les fonds mutuels à capital variable, un trust d'investissement immobilier à capital variable serait dans l'obligation de rattacher ses actions à la valeur courante aux livres. Par comparaison, la seule manière qu'un investisseur pourrait racheter ses valeurs fiduciaires dans un trust d'investissement immobilier à capital fixe, consisterait à vendre ses actions sur le marché à la valeur courante de celui-ci. En insistant sur des trusts à capital fixe, la Securities Exchange Commission et les commissaires de titres de l'état ont évité deux problèmes: (1) les trusts d'investissement immobilier à capital variable éprouveraient beaucoup de difficultés pratiques à déterminer leurs valeurs aux livres sur une base fréquente (tâche particulièrement difficile pour un trust d'investissement immobilier de valeurs, qui a des actifs immobiliers cachés, en appréciation ou en dépréciation); et (2) les trusts d'investissement immobilier à capital variable auraient à se préoccuper du problème d'assurer la liquidité.

Figure 3-1

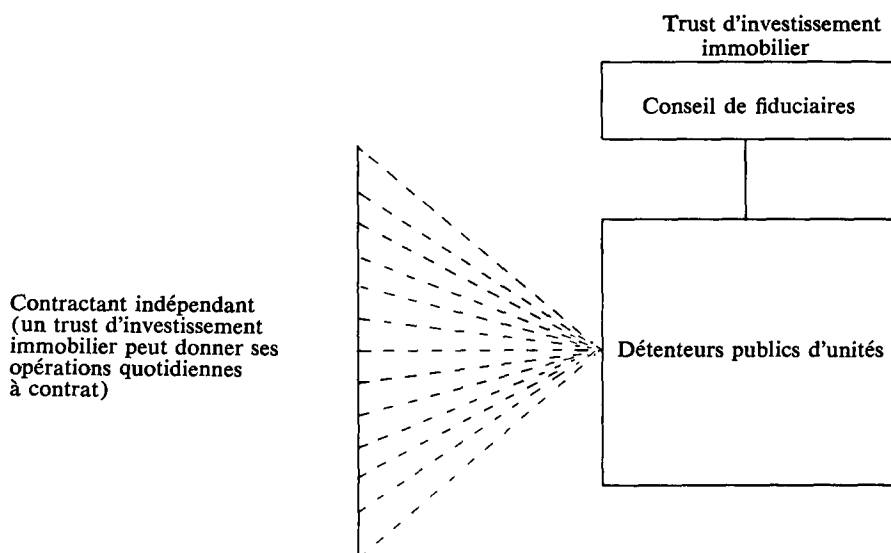
ORGANISATION TYPIQUE D'UN TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

(i) Organisation avec un conseiller indépendant



* Le conseiller peut consister en une société-conseil incorporée distincte ou il peut consister en une banque, une compagnie d'assurance, une banque hypothécaire, un aménagiste immobilier ou une société semblable.

(ii) Organisation sans conseiller indépendant (auto-conseil)



VI. GESTION D'UN TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Les gestionnaires d'un trust d'investissement immobilier se préoccupent de deux secteurs critiques: la gestion du passif et la gestion de l'actif. Généralement, les deux secteurs sont les fonctions du conseiller bien qu'en loi, la responsabilité finale repose auprès du conseil de fiduciaires du trust d'investissement immobilier. La gestion du passif comporte l'application de l'effet spéculatif accru avec succès en ce qui concerne la base de participation du trust par le recours opportun à des instruments d'emprunt appropriés, en effectuant des ventes opportunes de capitaux supplémentaires de participation à des prix au-dessus de la valeur aux livres et en maintenant le cash flow. La gestion de l'actif comporte la création d'investissements possibles, la souscription des investissements à des taux satisfaisants conséquents de la politique de risque quant au crédit, et en contrôlant les investissements.

1. *Gestion du passif*

Comme les autres intermédiaires financiers tels que les banques, les sociétés de fiducie, les sociétés de financement et les sociétés d'investissement immobilier, les trusts d'investissement immobilier se préoccupent de mobiliser du capital à partir de diverses sources, afin de l'investir dans des valeurs immobilières et des hypothèques. Contrairement à ces autres intermédiaires financiers, cependant, les trusts d'investissement immobilier doivent verser la plus grande partie de leur revenu aux actionnaires; ils doivent donc compter sur de nouvelles émissions d'actions pour étendre leur base de participation. Cette contrainte impose des problèmes uniques de capital social aux trusts d'investissement immobilier lesquels proviennent de la nécessité de maintenir une croissance des gains.

a) Effet spéculatif accru de la participation

Une des caractéristiques financières les plus critiques d'un trust d'investissement immobilier est que les actions de participation doivent être vendues au-dessus de la valeur aux livres si l'on veut que les actionnaires existants retirent un certain bénéfice et que le trust d'investissement immobilier se déploie. Paine Webber's Industry Review¹⁴ a illustré cette proposition au moyen de l'exemple suivant qui compare deux trusts d'investissement immobilier identiques, ayant chacun des actions qui valent \$10.00 aux livres et gagnant un rendement de 13% sur l'actif net, soit \$1.30 par action.¹⁴ On admet hypothétiquement que chaque trust d'investissement immobilier peut gagner 13% sur tout nouvel investissement et que chaque trust d'investissement immobilier vend une de ses actions. On admet de plus que la seule différence entre les deux trusts d'investissement immobilier est que les actions de l'un se vendent sur le marché pour \$11.00 soit 10% au dessus de la valeur aux livres alors que les actions de l'autre se vendent à \$9.00 soit à 10% en bas de la valeur aux livres.

Dans le cas du trust d'investissement immobilier dont les actions se vendent au-dessus de la valeur aux livres, l'investissement des recettes de la

¹⁴ James P. Hanbury, *Industrial Review — Investment Trusts*, Research Department, Paine, Webber, Jackson & Curtis, New York, No. 77, September 30, 1970.

Tableau 3-3

EXEMPLE DE L'EFFET SPÉCULATIF DE LA PARTICIPATION

	<u>REIT avec actions au-dessus de la valeur aux livres</u>	<u>REIT avec actions en bas de la valeur aux livres</u>
Actif net	\$10.00	\$10.00
Ajouter une action	11.00	9.00
Actif total net	<u>\$21.00</u>	<u>\$19.00</u>
Rendement de l'actif net	13%	13%
Revenu net	\$ 2.73	\$ 2.47
Nombre d'actions	2	2
Gains par action (EPS)	\$ 1.36	\$ 1.24
Gain original par action	\$ 1.30	\$ 1.30

Source: Fames P. Hanbury, *Industrial Review — Investment Trusts*, Research Department, Paine, Webber, Jackson & Curtis, New York, No. 77, 30 septembre 1970.

nouvelle émission d'actions devrait entraîner une augmentation des gains de l'actionnaire original par action.¹⁵ Ceci en théorie, devrait entraîner une évaluation plus élevée sur le marché donnant aux trusts d'investissement immobilier l'occasion de vendre plus d'actions moyennant une prime plus élevée et ainsi, croître même plus rapidement. Ainsi, les actionnaires originaux retirent les bénéfices de toutes les dernières offres. On a étiqueté ce processus comme celui de la régénération, soit un effet spéculatif accru de la participation ou encore un cycle d'auto-renforcement de l'industrie des trusts d'investissement immobilier. Pour citer l'étude par Audit Publications Inc. "voilà pourquoi les fonds mutuels et les souscripteurs trébuchent les uns sur les autres. Ce devrait être une vraie fabrique d'argent. Ce n'est pas un effet de miroir mais de simple arithmétique".¹⁶

L'inverse est également vrai dans le cas du trust d'investissement immobilier dont les actions se vendent en bas de la valeur aux livres à moins qu'il ne puisse compenser en obtenant des rendements plus élevés de ses nouveaux investissements.

Parce que les trusts d'investissement immobilier versent aux actionnaires au moins 90% de leur revenu, ce qu'il en coûte à un trust d'investissement immobilier pour obtenir de nouveaux capitaux de participation est calculé comme un pourcentage qui est l'équivalent de l'inverse du rapport de son prix/gain. Ainsi une gestion où un souscripteur de trust d'investissement immobilier peut comparer le coût de l'émission d'une créance ou d'une émission secondaire de participation en calculant le point auquel le pourcentage équivalent de l'inverse du rapport du prix/gain de la participation du trust d'investissement immobilier, s'opposerait au taux d'intérêt qu'il lui faudrait payer pour émettre une créance avec succès.

¹⁵ Autrement, on peut exprimer l'exemple dans le contexte du rapport entre le rendement "dcf" de l'actif net et le coût du capital de participation pour chaque REIT. Le trust d'investissement immobilier dont le prix des actions est au-dessus de la valeur aux livres comporte un coût du capital de participation (11,8%) qui est inférieur au rendement de l'investissement, alors que le second trust comporte un coût du capital de participation (14,4%) qui est supérieur au rendement de l'investissement (auteur).

¹⁶ Kenneth D. Campbell, *Mortgage Trusts: Lenders with a Plus* (New York: Audit Publications, Inc., November 1969) p. 44.

b) Effet spéculatif de la créance

Les trusts d'investissement immobilier, particulièrement les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement, subsistent dans une grande mesure, de l'argent emprunté. Ils obtiennent des fonds de créance à des taux d'intérêt de société et l'offrent à des taux dont le rendement est relativement élevé sur le marché de l'investissement immobilier. Pour ces prêts, un trust d'investissement immobilier fait un profit selon l'écart entre ses frais d'emprunt et le rendement de ces prêts. Si les frais d'emprunt, plus 1½ % approximativement, qui représente les frais de conseiller, sont inférieurs aux taux de prêt, le trust d'investissement immobilier gagnera des bénéfices pour ses actionnaires.

Comme les compagnies de finance, les banques et les sociétés de fiducie, les trusts d'investissement immobilier peuvent obtenir des emprunts élevés, entraînant ainsi un effet spéculatif accru très élevé comme résultat de la nature auto-liquidatrice de leur investissement qui constitue à peu près 100% de leur actif. Les compagnies de fabrication qui ont de gros inventaires et des montants élevés en actifs fixes qui ne sont pas facilement vendables, ne pourraient pas se prévaloir d'un niveau semblable d'effet spéculatif. En théorie, les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement ont un fort potentiel d'effet spéculatif accru parce que leurs actifs ont le plus court cycle de liquidation. Les trusts d'investissement immobilier à long terme ont un potentiel moindre d'effet spéculatif accru parce que leurs actifs ont un cycle plus long de liquidation.

La *figure 3-2* représente la structure du capital d'un trust d'investissement immobilier comme une pyramide renversée. Au bas se situe la participation des actionnaires. Puis vient la créance secondaire à long terme, puis la créance prioritaire. Aucune catégorie n'est indiquée pour les actions privilégiées parce que les "blue sky rules" de Mid-West Securities Commissioners empêchent les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis d'émettre des titres de participation rachetables ou des titres de participation de plus d'une catégorie. Une créance secondaire se situe à un rang plus reculé en ce qui concerne le droit au paiement par rapport à la dette prioritaire lors d'une liquidation ou faillite. Une créance secondaire avec la participation des actionnaires constitue la base d'emprunt d'un trust d'investissement immobilier. Les trusts d'investissement immobilier ont eu recours à la dette secondaire à long terme, principalement par l'émission de dettes secondaires convertibles en vue d'atteindre 3 objectifs:

1. Elle aggrandit la base d'emprunt du trust d'investissement immobilier aux fins de la dette prioritaire;
2. Elle garantit le financement de la dette à des frais d'intérêt moindres que pour une créance non convertible;
3. Elle prévoit la conversion éventuelle de cette créance et une participation des actionnaires, à une prime au-dessus du prix du marché pour les actions au moment de l'émission.

Dans l'industrie du trust d'investissement immobilier, FMI a été le pionnier dans le recours à cet instrument en 1965. L'émission d'une créance secondaire convertible est devenue cependant, une forme vastement acceptée

de financement par les sociétés, au cours des trois dernières années seulement; les trusts d'investissement immobilier n'ont pas commencé à émettre de montants significatifs en créances convertibles, avant février 1969. Au cours de la période s'étendant de 1961 à décembre 1970, les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement et les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme ont émis, dans le public, plus de 1,1 milliard de dollars en créances secondaires convertibles, lesquelles représentaient approximativement 40% du financement public total par les trusts d'investissement immobilier comportant des émissions de 10 millions de dollars ou plus. Les trusts d'investissement immobilier de valeurs n'ont pas eu recours à une émission aussi importante de créances secondaires convertibles; jusqu'à la fin de 1970, ils ont émis seulement 37,6 millions de dollars en créances secondaires convertibles. En dehors de la créance secondaire convertible, les trusts d'investissement immobilier n'ont pas encore émis dans le public, d'autres formes de dettes secondaires à long terme.

Il y a trois principales sources de deniers prioritaires qui sont disponibles pour les trusts d'investissement immobilier: prêts bancaires, papier d'affaires, créances à long terme et à terme intermédiaire non subordonnées.¹⁷ En liquidation, toutes les créances prioritaires se placent sur un rang égal, qui est antérieur à toutes les créances secondaires. Aux Etats-Unis, une créance prioritaire d'un trust d'investissement immobilier n'est pas normalement garantie.

Depuis 1961, il n'y a eu que trois offres publiques de créances courantes à long terme ou à terme intermédiaire pour un total de 41 millions de dollars. Les trois émissions ont été offertes par des trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement. Deux de ces trois émissions comportaient des garanties pour les rendre plus attrayantes. La troisième comportait une créance non subordonnée à terme intermédiaire émise par FMI, comportant une date de remboursement rétractable et un taux d'intérêt de 9% jusqu'à 1975, alors que le taux flotterait par la suite moyennant une marge de 1% au-dessus du taux bancaire jusqu'à échéance finale en 1978; le taux flottant ne devait pas dépasser 9%.

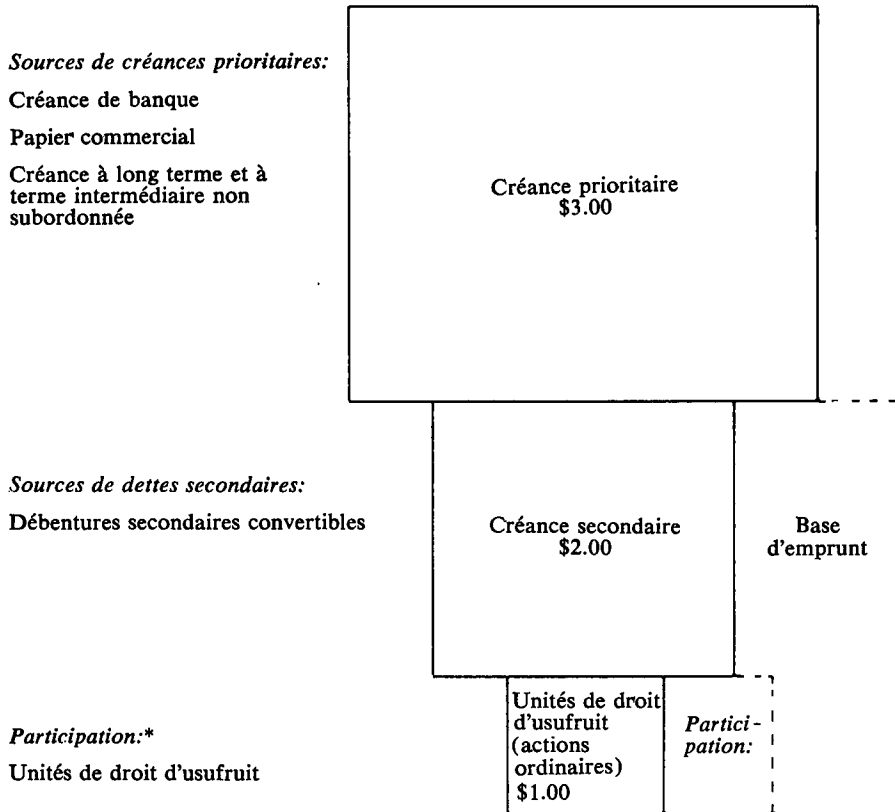
Tel que mentionné plus tôt, les banquiers des Etats-Unis ont pris une attitude réservée vis-à-vis du premier trust d'investissement immobilier. Ils ont forcé la première génération des trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement à maintenir un fort pourcentage de leur actif en hypothèques permanentes assurées de la FHA et de la VA, relativement garanties et à rendement peu élevé. Mais tard en 1969, et en 1970, il ne semblait plus y avoir de problèmes dans les arrangements en ce qui concerne le crédit bancaire.

Les emprunts à la banque aux Etats-Unis s'obtiennent habituellement en vertu de lignes de crédit en règle, par acceptation renouvelable de 90 jours et sans garantie; mais au Canada, les banques persistent à accorder en pratique, des prêts à vue. Si le comportement de l'industrie du financement au Canada établit un précédent, les trusts d'investissement immobilier du

¹⁷ Une créance à terme intermédiaire suggère des termes de 5 à 10 ans et une créance à long terme suggère des termes de 20 à 25 ans.

Figure 3-2

STRUCTURE DU CAPITAL D'UN TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER
(pyramide renversée)



Rapports de créances:

Rapport d'une créance prioritaire à la base d'emprunt = 1/1

Rapport de la créance totale à la participation = 5/1

* Les trusts d'investissement immobilier retiennent peu de gains sinon aucuns.

Canada peuvent avoir à emprunter des banques en émettant des billets de fiducie additionnels garantis par l'actif du trust d'investissement immobilier.

Une banque importante de New York a déclaré que son expérience avec les trusts d'investissement immobilier ne datait que de 1968 et que ses prêts globaux à l'industrie s'étaient chiffrés au total par seulement 100 millions de dollars, jusqu'en 1970. Ceci est indicatif de la nouveauté de l'industrie et de l'attitude de plusieurs établissements financiers à son endroit. La même banque a également dit cependant, qu'elle ne doutait pas du potentiel de l'industrie et qu'elle avait établi un département de prêts immobiliers spécialisé, décentralisé par région, afin d'accorder des prêts à l'industrie. Toutes les entrevues ont indiqué qu'il n'y avait aujourd'hui, aucune rareté de crédit bancaire à l'intention des gros trusts d'investissement immobilier nationaux, indépendants et bien patronnés.

Les taux de prêts bancaires des Etats-Unis au trust d'investissement immobilier semblent varier à partir du taux de base jusqu'au taux de base plus ½ %. Les exigences visant le solde de compensation (les banques des Etats-Unis exigent normalement que les prêteurs gardent 10 à 20% de leur prêt en dépôt libre) ajoutent un autre ½ % à 1% aux frais. Les trusts d'investissement immobilier indépendants ont manifesté une certaine appréhension que les trusts d'investissement patronnés par les banques jouiraient d'avantages concurrentiels injustes s'ils pouvaient emprunter de leur parrain au taux de base sans exigences de solde de compensation; mais il ne semble pas que le chose se soit produite. En particulier, le trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan que cette appréhension visait à l'origine, a déclaré dans son prospectus, qu'il payerait des taux concurrentiels pour tout emprunt auprès de son conseiller.

En ce qui concerne certains trusts d'investissement immobilier, une deuxième source importante de créances prioritaires se situe dans les papiers d'affaires. Contrairement aux prêts bancaires, les billets de papier d'affaires sont vendus individuellement et ne font pas l'objet d'engagements soutenus quelconques. Le terme des billets varie de 5 à 270 jours et ces billets sont émis sur des montants de principal variant de 1 000 dollars à des millions de dollars. Alors que les taux varient avec les échéances, le papier d'affaires est habituellement le marché monétaire le moins coûteux. Etant donné que le marché de papiers d'affaires est volatil et qu'il n'y a aucun engagement soutenu, les émetteurs de papiers d'affaires maintiennent habituellement des lignes de crédit d'attente en banque pour couvrir 100% de leurs papiers en instance. Cette règle visant les montants couverts à 100%, a été relâchée à 70 ou 75%, dans le cas de certains trusts d'investissement immobilier, lorsqu'ils sont d'avis que leur parrainage est suffisamment fort pour appuyer un rapport moindre de protection et que les prêts à la construction et à l'aménagement se liquident suffisamment vite pour justifier des taux moindres de protection.

En raison des conditions de resserrement monétaire en 1969, quelques uns des trusts d'investissement immobilier établis, comme nombre d'autres corporations ont eu recours au marché des papiers d'affaires. Depuis ce temps, à peu près chaque nouveau trust d'investissement immobilier formé, a annoncé dans son prospectus qu'il projetait de se servir de papiers d'affaires

entre autres instruments de créance. L'importance du papier d'affaires comme source de fonds pour certains trusts d'investissement immobilier est indiqué par le montant élevé des opérations suivantes sur papiers d'affaires, dans le cas des trusts d'investissement immobilier établis: au 31 janvier 1970, CMI détenait 80 millions de dollars en papiers d'affaires en instance, appuyés par une protection en banque de 100%; FMI, au 31 mars 1970, avait 72 millions de dollars en instance moyennant un montant couvert en banque de 100 millions de dollars; et le trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan a annoncé son intention d'obtenir des papiers d'affaires pour un montant de 400 millions de dollars auprès de son émetteur de papiers d'affaires, appuyé d'une protection en banque de 75%.

Au mois de juillet 1970, la National Credit Office (une subsidiaire de Dunn & Bradstreet qui exploite un service de crédit de solvabilité pour les papiers d'affaires) avait établi le crédit de 4 trusts d'investissement immobilier seulement: Chase Manhattan Mortgage & Realty Trust, FMI, CMI et Diversified Mortgage Investors (une filiale de CMI). Ces 4 trusts d'investissement immobilier ont joui d'une cote "supérieure". L'absence de cotes additionnelles provient de ce que la plupart des trusts d'investissement immobilier ont été formés récemment. Depuis la faillite de Penn Central Railway en 1971, les acheteurs de papiers d'affaires n'étaient pas disposés à acheter des papiers d'émetteurs qui n'avaient pas été cotés. En conséquence, les trusts d'investissement immobilier non cotés ont éprouvé des difficultés à mobiliser des fonds sur le marché des papiers d'affaires.

c) Règlement visant le rapport de la créance à la participation

La politique de Mid-West Securities Commissioners se lit comme suit:

"Les emprunts globaux du trust, garantis ou non garantis, ne doivent pas être déraisonnés par rapport à l'actif net du trust."¹⁸

De plus, une politique tacite de Mid-West Securities Commissioners limite les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement, afin que leur dettes totales ne dépassent pas un rapport de 5 pour 1 vis-à-vis de leur avoir propre (antérieurement à 1970, leur rapport était de 4 pour 1), et limite les trusts d'investissement immobilier à long terme afin que leurs dettes totales ne dépassent un rapport de 3 pour 1 vis-à-vis de leur avoir propre.¹⁹

Ce sont là les seuls règlements qui régissent le rapport de la dette à l'avoir propre des trusts d'investissement immobilier.

d) Recours à l'effet spéculatif accru des créances de trusts d'investissement immobilier pour le construction et l'aménagement

Dans son rapport annuel de 1970, CMI décrit la stratégie financière pour maximiser les gains par le moyen de l'effet spéculatif accru des créances et de l'avoir propre, qu'elle a suivie au cours des 8 dernières années. L'industrie a vastement emprunté ce plan.

"Historically Continental has obtained funds for its mortgage investments

¹⁸ Mid-West Securities' Commissioners' Association, *Statement of Policy*, Blue Sky Law Reports, 8-13-70, 1970, Commerce Clearing House Inc., p. 620.

¹⁹ La déclaration de T. Nelson, Commissioner of Securities, State of Wisconsin, Interview personnelle, Madison, Wisconsin, 24 février 1971.

in a variety of ways. Over the last eight years it has developed a pattern which is expected to be continued in the future. As the mortgage investment portfolio increases, the funds to finance this increase are borrowed initially in the short-term money market, either through the sale of commercial paper or through direct loans from the commercial bank at the prime rate.

When the amount of these short-term borrowings has increased to the point where a major refunding seems appropriate, Continental has gone to the long-term market through a placement of a variety of securities. In some cases these financings have taken the form of a combination offering of senior debt plus shares of beneficial interest and more recently have taken the form of convertible securities. The latter have the advantage of relatively lower cost than would be the case with issuance of senior debt, and the further advantage that through eventual conversion, they become permanent capital which does not have to be repaid. As the result of the sale of long-term securities on five different occasions, Continental has been provided with long-term funds totalling \$216,654,000 at year-end, at an average cost of only 5½ %.

The most recent financing took place on February 26, 1970, when Continental offered and sold publicly \$85,000,000 of 6¼ % convertible subordinated debentures due February 15, 1970. As in the past, the proceeds of this offering were used to reduce short-term borrowings and will ultimately be used to increase mortgage investments.”²⁰

A la fin de 1970, CMI, qui est coté à la Bourse de New York et en conséquence n'est pas sujet au "blue sky rules" de l'état, avait un rapport de créance totale de 6,8 pour 1, vis-à-vis de l'avoir propre. Mais si les créances subordonnées convertibles étaient incluses dans la base d'emprunt, CMI avait un rapport modeste de créances prioritaires de 0,4 pour 1, vis-à-vis de la base d'emprunt (la base d'emprunt étant composée de l'avoir propre et des créances secondaires). Alors que l'acte de fiducie de FMI permet un rapport de créances de 10 pour 1, vis-à-vis de l'avoir propre, FMI a déclaré dans son rapport annuel de 1970 qu'il ne s'attendait jamais à mener son exploitation à ce niveau de créances. A la fin de 1970, FMI offrait un rapport de créances totales de 3,3 pour 1, vis-à-vis de l'avoir propre. FMI offrait cependant, un rapport de créances prioritaires de 1,1 pour 1, vis-à-vis de la base d'emprunt.

La plupart des autres trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement sont de création trop récente pour avoir atteint ce qu'ils tiennent pour une position de rapport optimal de créances à avoir propre. L'acte de fiducie de Chase Manhattan Mortgage & Realty permettrait au trust d'investissement immobilier de mener son exploitation moyennant un rapport de créances de 8 pour 1 vis-à-vis de son avoir propre. A la fin de son troisième trimestre d'exploitation, le rapport des créances à l'avoir propre de Chase Manhattan Mortgage & Realty était de 1,8 pour 1, alors que le rapport de ses créances prioritaires à sa base d'emprunt s'établissait à 1,4 pour 1.²¹ Une autorité de réglementation des Etats-Unis a exprimé sa critique dans

²⁰ CMI, 1970 Annual Report, p. 4.

²¹ Les prévisions du trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan indiquent que les gains de ce trust d'investissement immobilier pour les 3 prochaines années après le commencement des opérations, se chiffreront par 2 dollars, 3 dollars et 4 dollars par action en se fondant sur le prix de l'offre initiale de 25 dollars par action. D'après les prévisions, le trust atteindra son objectif de la première année, mais les gains de 4 dollars par action prévus pour la troisième année d'exploitation ne seront réalisés que si le trust institue un effet spéculatif accru pour donner un rapport de créances à avoir propre de plus de 4 pour 1.

une entrevue à l'effet que, au moment de sa qualification, le trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan avait en quelque sorte réussi à éviter les "blue sky rules" de Mid-West Securities Commissioners interdisant qu'un trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement ait un rapport de créances à avoir propre en excédent de 5 pour 1.

Le *Tableau B-3* de l'annexe B révèle des chiffres de capitalisation de fin d'année financière pour 3 trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement (CMI, FMI, et Chase Manhattan Mortgage & Realty Trust).

e) Recours à l'effet spéculatif accru des créances par les trusts d'investissement immobilier à long terme

Les trusts d'investissement immobilier à long terme ne peuvent pas avoir recours à une créance à court terme au même degré que les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement, sans enfreindre la règle financière voulant "qu'on n'emprunte pas à court terme pour prêter à long terme." Tel que mentionné antérieurement dans la présente section, les trusts d'investissement immobilier n'ont pas pu émettre une créance en ordre à des taux raisonnables sur le marché d'aujourd'hui. Il en a résulté qu'il fut nécessaire aux trusts d'investissement immobilier qui désiraient obtenir des fonds à long terme, d'émettre une créance convertible ou encore, de rattacher une garantie à une créance en ordre pour obtenir ces fonds moyennant des frais raisonnables d'intérêt.

Tous les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme souscrits en 1970, ont émis des créances convertibles pour obtenir un effet spéculatif afin de maximiser les gains. En octobre 1970, Audit Publications Inc., a fait une étude qui révélait qu'au total, le rapport de la créance totale à l'avoir propre des trusts d'investissement immobilier de valeurs, étaient de 2,4 pour 1.²² Jusqu'à cette époque, les trusts d'investissement immobilier de valeurs ont émis des créances convertibles pour seulement 37,6 millions de dollars; le reste de leurs créances en instance alors, consistaient en créances prioritaires courantes, essentiellement de nature à long terme.

Le *Tableau B-4* de l'annexe B révèle des chiffres de capitalisation pour la fin de l'exercice financier, dans le cas de deux trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme (Connecticut General Mortgage & Realty Investments et MONY Mortgage Investors) et 3 trusts d'investissement immobilier de valeurs (Real Estate Investment Trust of America, Bank America Realty Investors, and Hubbard Real Estate Investments).

f) Nature des offres publiques par les trusts d'investissement immobilier

Le *Tableau B-5* de l'annexe B est une liste de toutes les offres publiques par les trusts d'investissement immobilier souscrites, en excédent de 10 millions de dollars pour la période de 1961 au 31 décembre 1970. La nature complexe d'à peu près chaque offre par les trusts d'investissement immobilier est évidente. On a fait très peu d'offres de valeurs courantes et à l'exception d'une, la créance a été offerte sous forme convertible ou rattachée à des garanties d'allègement. De plus, la plupart des offres consistaient en blocs d'avoir

²² *Realty Trust Review*, Audit Publications, Inc., New York, October 1970.

propre et de créances, en avoir propre et en garanties, en créances convertibles et en garanties, ou en avoir propre ou en créances convertibles. La seule offre de créances courante par FMI était en elle-même un instrument de créance complexe tel que mentionné plus tôt. Sur le marché actuel, il serait difficile pour un trust d'investissement immobilier d'émettre une créance courante à long terme convertible parce qu'il existe un fort approvisionnement d'obligations ordinaires de grande valeur qui ont été émises par des sociétés dont la cote jouit d'un meilleur crédit auprès de la plupart des investisseurs institutionnels. Un trust d'investissement immobilier ne pourrait pas se permettre d'accorder tout avantage de taux pour émettre une créance à long terme courante parce que cela réduirait ou éliminerait la capacité du trust d'investissement immobilier de gagner une partie de la répartition sur la créance émise. C'est là une des raisons pour laquelle les trusts d'investissement immobilier ont aussi émis des créances convertibles. Il a été difficile également d'offrir des valeurs sans y rattacher d'allègements.

En émettant des blocs financiers complexes et en expérimentant avec les techniques de financement, les trusts d'investissement immobilier ont pu obtenir des montants considérables d'argent sur le marché monétaire public le plus serré que l'on connaisse.

g) Le rôle du souscripteur

Au début des années 60, les quelques trusts d'investissement immobilier existants faisaient généralement de petites offres publiques régionales par le truchement de petits souscripteurs régionaux ou encore plaçaient leurs actions directement auprès des investisseurs institutionnels. La croissance soudaine du nombre de trusts d'investissement immobilier, particulièrement les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement, en 1968 et 1969, a entraîné deux développements financiers importants: d'abord, les souscripteurs ont commencé à lancer de fortes émissions publiques de titres de trusts d'investissement immobilier, et cette action a endossé et étendu l'acceptation des trusts d'investissement immobilier par le public investisseur. En deuxième lieu, à mesure que les souscripteurs pouvaient placer de grandes quantités de titres de trusts d'investissement immobilier auprès des investisseurs au détail et institutionnels, il s'est développé un vaste marché secondaire de titres de trust d'investissement immobilier. A son tour, ce marché a permis aux trusts d'investissement immobilier plus anciens et aux importants trusts d'investissement immobilier solidement parrainés, de coter leurs actions et leurs créances à deux Bourses importantes des Etats-Unis, soit le New York Stock Exchange et l'American Stock Exchange.

2. *Gestion de l'actif*

La gestion de l'actif des trusts d'investissement immobilier exige une expertise très spécialisée afin de déployer leurs fonds dans l'immeuble pour en maximiser le rendement par rapport au risque, vis-à-vis des actionnaires.

a) Trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement
Il y a trois éléments nécessaires à la réussite de la gestion des actifs des trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement:

1. Une forte habileté à amorcer un prêt

2. Une compétence à souscrire un prêt

3. Une surveillance soignée de l'actif et du remboursement en règle du prêt.

Comme les compagnies de finance, les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement sont aux prises avec un manège financier. Etant donné que la durée moyenne des prêts pour la construction et l'aménagement est relativement courte, les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement doivent être en mesure de mettre leur actif au travail pour obtenir un rendement élevé; autrement, il faudrait garder l'actif non investi dans des instruments du marché d'argent liquide à rendement peu élevé ou en comptant qui rapporterait un rendement peu élevé sinon aucun. Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement doivent normalement comporter des engagements en instance qui se chiffrent à deux ou trois fois leur base d'actif afin de garder leur argent investi. Cela est nécessaire parce qu'en moyenne, seulement 50 à 60% d'un prêt pour la construction ou l'aménagement est en instance au cours de cette durée, par suite du fait que l'encours de ce genre de prêt se déploie durant son terme de 0 à 100%.

Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement présentent deux autres problèmes de cash flow: (1) les négociations de prêt à la construction et à l'aménagement mettent jusqu'à 6 mois avant qu'il y ait un engagement des fonds; et (2) il arrive souvent que les prêts à la construction ne soient pas remboursés à leur date d'échéance. Et cela complique la planification du comptant. Les plus importants trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement qui ont accès facilement à un crédit bancaire ou à un crédit en papiers d'affaires, sont en meilleure posture pour s'occuper de ces problèmes que ne le sont les trusts d'investissement immobilier moindres.

Tel que souligné antérieurement, on considère que le prêt à la construction comporte des risques. En conséquence, une souscription compétente de ces prêts est tout aussi importante qu'une habileté de l'engendrer aux fins d'assurer le succès d'un trust d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement. Ci-après, une description des risques généraux qui entourent un prêt à la construction:

Un prêt à la construction est sujet à nombre de risques différents dont n'importe lequel peut éventuellement conduire à la faillite de l'emprunteur avant que le prêt ne soit remboursé. Si l'emprunteur est en faillite, le prêteur peut se voir dans l'obligation d'acheter la propriété au moment d'une saisie en réalisation de la garantie, parachever la propriété moyennant des frais élevés avec un nouvel entrepreneur, et la vendre afin de recouvrer autant que possible de son prêt. Même si le prêteur recouvre éventuellement tout le principal et les intérêts qui lui sont dus, le rendement réel sur son prêt sera probablement réduit de façon significative à cause des frais juridiques élevés.

Les facteurs de risque d'un prêt à la construction peuvent se classer en trois catégories générales. D'abord, il peut se présenter des événements au-delà du contrôle de l'entrepreneur — grève, intempérie inusitée et problèmes de construction non anticipés. En plus d'être possiblement coûteux en eux-mêmes, ces événements sont également coûteux en raison du retard dans la construction et tout ce qui nuit au programme de la construction ajoute aux frais de l'entrepreneur et augmente la possibilité qu'il ne sera pas en mesure de rembourser son prêt à la construction. Si le projet retardait, les dépenses

continues imposées par les taxes immobilières (qui doivent être payées pendant la construction), l'intérêt sur le prêt à la construction et les dépenses générales seront plus élevés qu'en l'absence de retard. De plus l'inflation constante des coûts de construction augmentera le coût au parachèvement. Un retard sera également coûteux dans le contexte des frais de friction provenant de l'interruption du progrès complexe de la construction. Cela est particulièrement vrai si un nouvel entrepreneur général ou encore de nouveaux sous-traitants sont engagés pour parachever le projet. De plus, l'engagement hypothécaire à long terme peut prendre fin avant que la construction ne soit parachevée. Dans ce cas, l'emprunteur peut ne pas être en mesure de négocier un autre engagement à long terme qui permettrait à son projet d'être profitable — particulièrement si les taux d'intérêt augmentent.

En deuxième lieu, une administration médiocre peut contribuer à la faille d'un projet pendant sa phase de construction. L'entrepreneur peut faire une erreur de génie, peut ne pas anticiper les frais croissants, peut mal juger son habileté à entreprendre une nouvelle ligne de construction ou encore peut bien ne pas avoir une mainmise financière suffisamment rigide sur son projet.

Une "administration médiocre" se rapproche de très près parfois d'une administration criminelle lorsque, par exemple, les deniers de la construction ne servent pas à payer les sous-traitants mais sont transférés d'un projet à un autre ou sont utilisés à des fins personnelles. Dans ces cas comme dans d'autres, les ouvriers, les sous-traitants, les pourvoyeurs de matériaux peuvent enregistrer des privilèges qui prennent parfois priorité sur le prêt à la construction.

Troisièmement, même si la construction est parachevée avec satisfaction, le prêteur à la construction peut encore éprouver des difficultés à recouvrer ses intérêts et principal. Cela se produirait vraisemblablement lorsqu'on anticipe que le projet achevé ne parviendra pas à produire les profits envisagés. Alors, le prêteur permanent qui avait déjà promis de prolonger une hypothèque peut se trouver face à une difficulté qui lui permette de retirer son engagement. Dans le cas d'habitations unifamiliales, il n'est pas du tout inusité que les prêteurs à la construction saisissent une propriété en réalisation de la garantie dans le cas des constructeurs "spéculateurs" qui ne sont pas en mesure de vendre leurs produits.

Au cours d'une interview avec l'administration d'un des plus anciens trusts d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement, on a déclaré que nombre d'analystes industriels ont sousestimé l'importance d'une surveillance compétente de l'actif et du remboursement intégral d'un prêt parce que la majorité des trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement présentement en exploitation, sont de formation récente et non encore éprouvés dans ce secteur. Nombre de critiques industriels croient que les trusts d'investissement immobilier sont plus forts si leur conseiller agit à l'échelle nationale et si leur conseiller souscrit des prêts pour plusieurs catégories diverses de projets immobiliers.

Aux Etats-Unis, l'activité de la construction varie énormément suivant la région géographique. Par exemple, la Californie a été un secteur de croissance active pour nombre d'années. Récemment cependant, en raison du resserrement monétaire et des difficultés économiques régionales répandues dans cet état, le marché immobilier n'a pas été aussi sain et ni aussi dynamique qu'il le fut déjà. Nombre d'analystes que l'on a interviewés critiquaient facilement les trusts régionaux moindres en se fondant sur le fait que même si ces administrations connaissent bien l'économie locale, le marché immobilier local et les constructeurs locaux, ils sont vulnérables à des développements

économiques régionaux adverses et peuvent ne pas avoir les compétences voulues pour transposer rapidement les opérations à des secteurs plus favorables. Le même principe s'applique au Canada, bien qu'un trust d'investissement immobilier établi à Toronto puisse bien ne pas être aussi vulnérable que certains trusts régionaux établis ailleurs. Un exemple de cette situation s'est présentée au cours de la période d'après-expo à Montréal où l'activité immobilière a diminué rapidement dans ce secteur. Les trusts d'investissement immobilier pour la construction et l'aménagement aux États-Unis, au cours des quelques dernières années, se sont concentrés sur le financement des propriétés commerciales et de l'habitation multifamiliale. Un certain nombre de conseillers et de critiques industriels que l'on a interviewés ont cependant choisi les conseillers de trusts d'investissement immobilier qui développent également des compétences d'amorce de financement de l'habitation unifamiliale. Le raisonnement voulait qu'une telle opération donne plus de souplesse à ces trusts d'investissement immobilier. De plus, la concurrence dans le domaine des prêts à la construction peut devenir plus intense dans le secteur commercial que dans le secteur résidentiel. Nous citons ci-après un commentaire que contenait un rapport de recherche sur FMI:

FMI's demonstrated ability to generate a high volume of new loans should also help stabilize the portfolio yield. Although the size of the average construction and development loan has risen during the past few years, FMI still emphasizes the small to medium-size loan (less than \$1 million) in non-metropolitan areas where yields have traditionally stayed high even in periods of easier money. FMI continues to avoid making loans on major income-producing properties in such highly competitive areas as Boston, New York, Washington, D.C. and downtown Los Angeles, where there has already been a decline of as much as 2%-3% in rates earned on large construction loans.

FMI's superior ability to generate loans stems from its field organization, which is matched by only one or two other mortgage trusts. Six regional vice-presidents, responsible for the South-east, South-west, Far West, Mid-Atlantic and Florida/Carribbean supervise over thirty production people generating lending opportunities directly with builders, mortgage bankers, real estate brokers and commercial bankers. This experienced field staff permits FMI to generate a large portion of loans directly with the builder whereas in the early years of its existence, it depended largely on the local mortgage banker to generate loans.

During the present fiscal year, loan originations should reach about \$250 million increasing the loan portfolio by about \$60 million. Income producing properties including apartments, shopping centres and small office buildings account for the largest share of new loans. FMI has had considerable experience in single family lending and in most cases has the established builder contracts to permit re-entry into this area of lending if market conditions so dictate.²³

(Traduction)

L'habileté bien établie de FMI à engendrer un volume élevé de nouveaux prêts devrait également aider à stabiliser le rendement du portefeuille. Bien que l'importance du prêt moyen à la construction et à l'aménagement ait augmenté au cours des quelques dernières années, la FMI appuie toujours le prêt dont l'importance varie de petite à moyenne (moins de 1 million de dollars) dans le secteur non métropolitain où les rendements sont toujours restés, par tradition, élevés même au cours des périodes de détente monétaire. FMI continue à éviter de faire des prêts sur des propriétés importantes qui sont productrices de revenu dans des secteurs aussi concurrentiels que Boston,

New-York, Washington D.C. et le centre-ville de Los Angeles, et l'on a déjà constaté une baisse des taux aussi marquée que 2 à 3% sur le gain des prêts importants à la construction.

L'habileté supérieure de FMI à engendrer des prêts découle de son organisation locale, que seul un ou deux autres trusts hypothécaires peuvent apparier. Six vice-présidents régionaux responsables du Sud-Est, du Sud-Ouest, du "Far-West", du moyen-Atlantique et de la Floride/Caraïbes, surveillent plus de 30 employés de production qui engendrent des occasions de prêt directement auprès des constructeurs, des banquiers hypothécaires, des courtiers immobiliers et des banquiers commerciaux. Ce personnel expérimenté sur les lieux a permis à FMI d'engendrer une vaste portion des prêts directement auprès du constructeur alors qu'au début de son existence, elle dépendait largement du banquier hypothécaire local pour engendrer des prêts.

Au cours de l'exercice actuel, les prêts engendrés devraient atteindre environ 250 millions de dollars, augmentant ainsi le portefeuille de prêts d'environ 60 millions de dollars. Les propriétés productrices de revenu y compris les immeubles d'appartements, les centres commerciaux et les petits immeubles de bureaux se réservent la plus grosse partie des nouveaux prêts. FMI jouit d'une expérience considérable dans le domaine des prêts à l'habitation unifamiliale et, dans la plupart des cas, il détient des contrats du constructeur établi pour lui permettre une rentrée dans ce secteur de prêts si les conditions du marché le dictent.²³

D'après ce qui précède, FMI investit une proportion de ses deniers dans les prêts d'importance petite et moyenne (moins de 1 million de dollars). CMI a pour politique d'engager une vaste somme allant jusqu'à 35 millions de dollars dans un prêt unique parce qu'il juge que le marché des prêts importants est moins concurrentiel. Le trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan engage également de très vastes sommes dans des prêts uniques.

b) Trusts d'investissement immobilier pour l'investissement à long terme

Il est plus facile et moins coûteux d'administrer l'actif d'un trust d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme que celui d'un trust d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement. Après que le prêt est souscrit, celui-ci exige une surveillance et une application minimales du remboursement du prêt. Aussi, les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme ne se retrouvent pas dans un manège de cash flow aussi exigeant que les trusts d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement. Ainsi, ils ont un moins grand besoin d'engendrer des prêts. Néanmoins, les prêts sur hypothèque à long terme exigent une souscription initiale soignée, destinée à s'assurer essentiellement que la garantie immobilière qui appuie l'hypothèque offre une rentabilité à long terme. Pour la plupart, les conseillers de trust d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme sont les grosses compagnies d'assurance-vie qui ont de bons dossiers de prêts immobiliers ainsi qu'un fort pouvoir d'engendrer des prêts à l'échelle nationale.

L'exploitation d'un trust d'investissement immobilier de valeurs ressemble beaucoup à l'exploitation d'un trust d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme. La plupart des trusts d'investissement immobilier de

²³ *First Mortgage Investors, An Underwriting Follow-Up*, Eastman, Dillon, Union Securities & Co., January 7, 1971, pp. 2-3.

valeurs, aux Etats-Unis, sont cependant, de petites exploitations indépendantes. A ce sujet, on pourrait se tourner utilement vers le Real Estate Investment Trust of America (REITA) qui est un trust de participation, d'exploitation prudente au chiffre de 44 millions de dollars, formé en 1955 par le fusionnement de 3 trusts d'affaires du Massachussets, de la fin du siècle dernier. L'objectif déclaré de l'actif de REITA est de maintenir un dossier stable de paiements de dividendes par la répartition du revenu-loyer provenant de ses propriétés commerciales et de se prémunir contre l'inflation par les titres immobiliers qu'il détient.

La plupart des trusts d'investissement immobilier de participation distribuent leur cash-flow (revenu net et dépréciation); quelques-uns réinvestissent leur dépréciation dans l'attente d'une croissance future.

c) Importance maximale — minimale de l'actif

On a conclu d'après les interviews sur les lieux que 20 millions de dollars peuvent être l'importance minimale d'un trust d'investissement immobilier aux Etats-Unis et ce, pour les raisons suivantes: (1) une grande base d'actif d'investissement est requise pour engendrer suffisamment de revenus de conseiller, aux termes de l'échelle actuelle des honoraires aux Etats-Unis, pour payer un personnel satisfaisant dans le rôle de conseiller qui serait diversifié et compétent; et (2) une diversification prudente du portefeuille (en adoptant par exemple, la règle de concentration d'investissement de 5 à 10%) est essentielle à la répartition du risque. Il est nécessaire d'avoir une large base d'investissement en vue d'obtenir un marché satisfaisant d'actions publiques. Au cours d'une entrevue, un analyste a exprimé l'idée qu'il croyait qu'un milliard de dollars pourrait être le maximum d'un trust d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement. Il a suggéré que cette limite constituait une estimation grossière du point où le conseiller d'un trust d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement commencerait à rencontrer des problèmes dans l'engendrement d'un nombre suffisant de nouveaux prêts à la construction et à l'aménagement pour affecter l'apport de comptant provenant du remboursement des prêts — c'est-à-dire les soi-disant exigences de ruissellement. CMI a déclaré que son projet de croissance d'actif se situait à un milliard de dollars pour les cinq prochaines années. L'objectif du trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan en ce qui concerne la croissance de son actif semble être beaucoup plus élevé, étant donné que Chase Manhattan Bank a déclaré publiquement qu'elle prévoyait que son trust d'investissement immobilier aura acquis un actif d'un milliard de dollars en 1972. Cette banque est cependant, le plus gros prêteur à la construction aux Etats-Unis et probablement en meilleure position d'engendrer des prêts à la construction et à l'aménagement pour son trust d'investissement immobilier que la plupart des autres conseillers de trust d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement.

Etant donné que les trusts d'investissement immobilier à long terme n'ont pas à faire face à de tels problèmes de ruissellement, ils peuvent avoir un potentiel de croissance éventuel d'actif plus élevé. Leur potentiel à croître est probablement limité seulement par leur habileté à mobiliser de nouveaux

capitaux. Les trusts d'investissement immobilier de participation pourraient éprouver plus de difficultés à augmenter l'importance de leur actif que les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme, particulièrement s'ils continuent à être plus ou moins intéressants pour l'investisseur.

d) Règlement visant l'actif

La politique de la Mid-West Securities Commissioners interdit à un trust d'investissement immobilier d'investir "plus de 10% de son actif total dans la propriété immobilière non améliorée ou dans des hypothèques sur propriété immobilière non améliorée, à l'exclusion d'une propriété qui sera développée en deçà d'une période raisonnable", ou "plus de 10% de son actif total dans des hypothèques secondaires à l'exclusion d'hypothèques secondaires du genre "wrap around".²⁴

Ce sont là les seuls règlements qui régissent les investissements à l'exception des dispositions contenues dans l'IRC que l'on a citées à la section II du présent chapitre.

e) Concentration d'actif

Les actes de fiducie interdisaient habituellement à un trust d'investissement immobilier sur hypothèque — les trusts d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement et les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme — de prêter plus de 5 à 10% de leur actif total pour un projet quelconque. Les trusts d'investissement immobilier de participation ne sont pas habituellement assujettis à de telles limites étant donné qu'ils sont souvent formés pour investir dans quelques propriétés seulement.

²⁴ Mid-West Securities' Commissioners' Association, *Statement of Policy*, Blue Sky Law Reports, 8-13-70, p. 620.

Chapitre 4

Le statut des trusts d'investissement immobilier au Canada, au début de 1971

par Michael B. Davies

Le chapitre 3 a décrit l'établissement réussi des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis. Dans le présent chapitre, nous étudierons le statut des trusts d'investissement immobilier au Canada, immédiatement avant l'introduction du projet de loi sur la réforme fiscale, en juin 1971. Le présent chapitre comporte 3 sections. La première donne les grandes lignes d'un problème auquel les promoteurs des trusts d'investissement immobilier ont dû faire face à l'époque. Puis, on décrit trois historiques de trust d'investissement immobilier. Finalement, on établit une comparaison avec le statut de l'industrie canadienne des fonds mutuels, des points de vue de la réglementation et de la fiscalité.

I. PROBLÈMES DES PROMOTEURS DE TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Depuis 1970-1971, on s'est intéressé de façon significative, ici au Canada, à l'établissement d'un trust d'investissement immobilier du genre de ceux des Etats-Unis ou encore de leurs équivalents. A peu près chaque souscripteur important au pays — probablement attiré par l'activité depuis 1968, aux Etats-Unis — semble s'être tourné vers la possibilité de former un trust canadien d'investissement immobilier. Un certain nombre de banques, de compagnies d'assurance-vie, de sociétés de fiducie, de caisses hypothécaires et d'aménagistes immobiliers ont également manifesté leur intérêt.

Jusqu'à ce jour, les promoteurs de trust d'investissement immobilier semblent avoir été détournés par les problèmes fiscaux et par la difficulté de faire admettre le trust d'investissement immobilier comme investissement légal pour les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie, les fonds de pension et d'autres établissements. La question la plus sérieuse est le problème possible au point de vue fiscal soulevé par le paragraphe 5.56 du Livre blanc des propositions de réforme fiscale. Bien que le droit canadien prévoit en ce moment qu'aucun impôt sur les corporations ne doit être payé sur le revenu distribué d'un trust, le paragraphe en question déclare:

Il est proposé qu'un fonds en fiducie soit considéré comme une corporation s'il a émis des unités cessibles ou remboursables, dont chacune représente une participation indivise précise dans la propriété du fonds. Si le nombre de détenteurs d'unités et la négociabilité des unités le justifient, le fonds sera considéré comme une corporation ouverte.¹

Si le paragraphe 5.56 devient loi, tout trust d'investissement immobilier ouvert devra payer l'impôt au plein taux d'impôt des corporations. Le deuxième problème dont la solution présente des difficultés pour les promoteurs, consiste à faire admettre un trust d'investissement immobilier comme un investissement légal. Les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie, les fonds de pension et la plupart des autres établissements financiers du Canada sont strictement réglementés aux termes d'une variété de Lois fédérales et provinciales quant au mode d'investissement de leur actif. Le conseiller juridique de la société d'investissement de McLeod, Young et Weir, les a informés qu'aux termes des lois d'investissement respectives, un trust n'était pas admissible comme un investissement légal dans la plupart des établissements susmentionnés. La seule manière que ces établissements pourraient investir dans les trusts d'investissement immobilier, serait d'inclure le titre d'un trust d'investissement immobilier comme un investissement de la clause "omnibus". Chaque Loi sur l'investissement contient une disposition "omnibus" qui accorde aux établissements une discrétion libre d'investir une petite partie de leur actif (5 à 15%) dans des titres qui ne sont pas admissibles comme investissement légal. Etant donné qu'il répugne extrêmement aux établissements d'avoir recours à leurs privilèges de la clause "omnibus", en vertu de la Loi actuelle, l'intérêt des établissements dans les trusts d'investissement immobilier serait limité.

Comme alternative au trust, les promoteurs ont étudié la possibilité de recours à une association limitée, ou à des obligations de revenu ou de participation émises par une corporation. Bien qu'il puisse exister des solutions au problème d'investissement en ce qui concerne l'impôt et l'investissement légal vis-à-vis de ces corporations, aucun organisateur n'a financé à ce jour, un trust d'investissement immobilier sur cette base.

Les promoteurs qui tentent d'avoir recours à cette constitution en société, ont rencontré des problèmes juridiques vis-à-vis de la Loan and Trust Corporation Act de la province de l'Ontario. Cette loi gouverne toute société d'investissement immobilier incorporée qui est active dans la province de l'Ontario et qui investit dans des hypothèques ou dans des participations immobilières. La Loan and Trust Corporations Act interdit à toute société d'entreprendre ou de transiger des affaires de société de prêt dans la province de l'Ontario, à moins que la société ne soit une "corporation enregistrée" aux termes de cette Loi. On ne peut "de droit", constituer une société d'investissement immobilier aux termes des dispositions de la Loi, mais la chose est sujette au pouvoir discrétionnaire de la province de l'Ontario et comme tel, cela ne constitue pas une option dont on peut se prévaloir nécessairement dans tous les cas. De plus, la politique d'investissement de ces sociétés de prêt constituées, est rigoureusement réglementée.

¹ E. J. Benson, Ministre des Finances, *Propositions de réforme fiscale* (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1969), para. 5.56.

II. HISTORIQUE SOMMAIRE DE TROIS TRUSTS

En 1971, il y avait deux trusts publics d'investissement immobilier au Canada, nommément Britannica House Trust et Royal Trust M Fund. Ci-après, une brève description de leur historique. On y discute également brièvement une tentative sans succès d'inaugurer un trust d'investissement immobilier par le moyen d'un placement privé.

1. *Britannica House Trust*

En 1963, 1 450 unités de participation de fiducie, évaluées à 1 000 dollars chacune, ont été émises par la compagnie d'investissement de Annett & Company Limited pour le compte de The Britannica House Trust. Ce financement, qui fut la première tentative de trust d'investissement immobilier au pays, a été structuré de près selon le trust d'investissement immobilier de valeurs des Etats-Unis. Le financement a mobilisé des recettes pour l'achat d'un bail foncier de 99 ans, sous réserve d'une première hypothèque de 30 ans sur un grand édifice de bureaux à Toronto. Le prospectus informait les détenteurs du trust qu'ils recevraient un minimum 8,25% d'intérêt à titre de rendement sur leur investissement et qu'ils participeraient à une clause ascensionnelle de loyer prévu dans le bail de l'édifice de bureaux. Les investisseurs auraient droit éventuellement, il va sans dire, au résidu du bail de terrain de 99 ans, au remboursement de la première hypothèque de 30 ans.

Le prospectus déclarait qu'étant donné que Britannica House était un trust qui n'était pas incorporé, il ne payerait pas d'impôt, et que tout le revenu du trust serait distribué aux détenteurs d'unités au cours de l'année durant laquelle il était gagné. D'après le prospectus, les détenteurs seraient en mesure de prétendre à un dégrèvement sur le rapport particulier d'impôt pour leur montant proportionnel des frais de premier établissement admis sur l'édifice de bureaux qui, au cours des premières années, mettrait la totalité de la répartition du revenu-intérêt de 8,25% à l'abri de l'impôt. Le prospectus déclarait également que le cash flow serait distribué aux détenteurs d'unités par la dépréciation en excédent du comptant requis pour rembourser l'hypothèque.

Même si une décision favorable par le bureau de Toronto du ministère de Revenu national a opté en faveur de The Britannica House Trust, le ministère s'est plus tard objecté à ce que les détenteurs d'unités déduisent la dépréciation en excédent de leur quote-part proportionnelle du revenu net du trust, et il s'ensuivit un différend entre les parties. On a réglé ce cas récemment, dans le sens de la décision originale mais à un taux réduit des frais de premier établissement admis. La souscription, qui se chiffrait par un montant moindre, fut placée principalement auprès de particuliers qui se situaient dans une échelle d'impôt élevée. Quelques établissements y ont également investi des fonds.²

Pour un certain temps, l'émission fut négociée au comptant par le moyen d'un marché établi par le souscripteur. Mais après que le différend au sujet

² Interview personnelle, mai 1971.

de l'impôt est survenu avec le ministère du Revenu national, les négociations au comptant ont cessé. Toutes les négociations sont maintenant entreprises privément par le gérant du Trust; et selon lui, les unités sont rarement négociées. Il existerait, selon les rapports, un marché rapide même si toutes les unités en instance devaient être offertes pour le revente. L'existence de ce marché représente probablement le fait que le taux de rendement de 8,25% est comparable au taux que l'on peut obtenir sur d'autres titres à rendement sur le marché aujourd'hui, et le fait qu'il existe une appréciation significative de la valeur résiduelle du terrain du trust. Toutes les négociations se feraient à la valeur aux livres; les vendeurs ne jouissent pas de toute appréciation de capital qui s'est présentée dans la valeur de la propriété.

En discutant de leur expérience avec The Britannica House Trust, la direction a déclaré qu'ils ont entrepris subséquemment plusieurs promotions immobilières en ayant recours à la constitution de syndicats privés. On a fait le commentaire que, en dehors des problèmes d'impôt que l'on a rencontrés, la méthode de financement public adoptée pour le Trust était trop coûteuse dans le contexte des frais juridiques, de la vérification comptable, de l'imprimerie et de la souscription.

2. *Royal Trust M Fund*

Le Royal Trust M Fund fut créé par The Royal Trust Company, en octobre 1968, comme trust à capital variable aux fins d'investissement dans des premières hypothèques sur propriétés situées d'un bout à l'autre du Canada. Royal Trust agit en fonction de gérant du M Fund.

La caractéristique particulière du fonds en cause est que, advenant que le montant des retraits d'unités du M Fund soit supérieur à l'encaisse et aux titres négociables, Royal Trust garantit qu'il trouvera un acheteur pour les hypothèques du fonds à un prix qui n'est pas inférieur à 95% de la valeur, assurant ainsi la liquidité du fonds. Avec cette garantie, le M Fund a contourné toute la politique provinciale des commissions de titres interdisant à une société d'investissement à capital variable d'investir une partie considérable de son actif dans des valeurs hypothécaires. En 1970, Royal Trust a arrêté la commercialisation du M Fund alors qu'il étudiait le statut possible du fonds eu égard à l'impôt, aux termes de l'article 5.56 du livre blanc sur la réforme fiscale. La commercialisation a été recommandée plus tard au cours de l'année, après que le ministre des Finances a fait la déclaration suivante au comité permanent de la chambre des Communes sur les finances, le commerce et les questions économiques, le 5 août 1970:

Ces paragraphes du Livre blanc ont été écrits en rapport avec les fonds mutuels investis tout d'abord par actions et les propositions sont écrites pour guider en ce sens. Si vous lisez plus loin, il y a les règles des dispositions à prendre quand il s'agit des fonds mutuels investis dans les obligations et les hypothèques.³

Le M Fund vend des unités nominatives de participation sur une base pour-

³ Chambre des Communes, Comité Permanent sur les finances, le commerce et les questions économiques, Procès-verbaux et témoignages, no 91, Le mercredi 5 août 1970, p. 78.

suivie, par l'entremise du système de succursales du Royal Trust, à l'échelle nationale. Le fonds n'a qu'une catégorie d'unités et il fonctionne sans effet spéculatif accru. Une responsabilité limitée incombe aux détenteurs d'unités en ce qu'ils ne sont pas sujets à d'autres appels de fonds ou cotisations. Les détenteurs d'unités ont le droit de se retirer du fonds en tout temps, sous réserve de donner 30 jours ouvrés d'avis. Les investisseurs qui achètent des unités pour plus de \$50 000 n'ont pas le droit de se retirer pour une période de 2 ans et demi après leur investissement initial. Les unités du M Fund peuvent être émises en nombre limité et il n'y a pas de prix fixe. Etant donné que le "Fund" est un trust à capital variable, les détenteurs d'unités ne jouissent pas du droit de préemption. Les investisseurs sont tenus de retenir un minimum de 10 unités qui, à la valeur courante d'environ 9 dollars par unité, supposent un investissement d'environ 90 dollars. Aucune commission n'est perçue des investisseurs lorsqu'ils investissent dans le fonds ou s'en retirent.

Les unités du M Fund sont évaluées suivant ce que le principal produira au taux courant de rendement de l'investissement. Royal Trust détermine ce taux en se fondant sur les taux courants pour les nouvelles hypothèques non LNH prioritaires et les nouveaux prêts LNH, pondérés conformément à la composition courante du portefeuille.

La formule de calcul de Royal Trust pour le taux courant du rendement de l'investissement, admet hypothétiquement que la durée de l'hypothèque est de la moitié de la période restante d'amortissement, ou le terme jusqu'à l'échéance, suivant la plus courte de ces deux périodes. Royal Trust modifie l'évaluation chaque fois qu'il se présente un changement de $\frac{1}{4}$ à 1% du taux d'hypothèque prioritaire non LNH ou du nouveau taux de prêt LNH. Le fonds accumule de l'intérêt chaque mois. Les primes et les escomptes à l'achat d'hypothèques ne sont pas accumulées ni amorties dans le calcul du revenu. Toutes les dépenses et tout le passif dus et accumulés sont déduits dans le calcul du revenu. Il n'y a pas d'état financier dans le prospectus quant aux réserves et en conséquence, on admet hypothétiquement que la politique du fonds consiste à imputer les pertes à mesure qu'elles se produisent. Etant donné que le fonds investit seulement dans des titres hypothécaires prioritaires, cette politique est probablement prudente. Royal Trust perçoit un douzième pour cent chaque mois de la valeur du capital net du fonds comme frais d'administration. Les autres dépenses du fonds comprennent les honoraires des vérificateurs comptables, les honoraires d'avocat et les autres honoraires professionnels de conseiller. Jusqu'à ce jour, ces autres frais ont été nominaux.

Le M Fund distribue 100% de son revenu trimestriellement, mais les investisseurs ont le choix d'autoriser un réinvestissement automatique de leur revenu.

Les investisseurs dans le M Fund n'ont aucun droit de vote. Le fonds ne comporte aucun directeur et en conséquence, il n'y a pas de réunion d'actionnaires. Royal Trust jouit d'une entière liberté dans la gestion du fonds et son contrat de gestion n'est pas sujet à être annulé par les détenteurs d'unités.

La politique de M Fund consiste à investir dans les premières hypothèques jusqu'à concurrence d'au plus 75% de la valeur prisée. L'investisse-

ment dans une hypothèque quelconque est limité à \$50 000 ou à 5% de la valeur du capital net de l'actif du fonds, suivant le moindre de ces deux montants. Le fonds investit essentiellement dans les grands centres urbains au Canada et il n'est pas autorisé à investir dans les valeurs immobilières.

Le prospectus du M Fund, en date du 30 avril 1971, contient l'analyse suivante du portefeuille:

Tableau 4-1

ANALYSE DU PORTEFEUILLE HYPOTHÉCAIRE DU M FUND,
AU 30 AVRIL 1971

<i>Genre</i>	
Maisons — duplex	85,4
Habitations multifamiliales	12,7
Commercial	1,3
Industriel	,5
Centres commerciaux	—
Autres	<u>,1</u>
	100,0%
<i>Emplacement</i>	
Provinces maritimes et Terre-Neuve	12,1
Québec	11,9
Ontario	36,5
Provinces de l'Ouest	<u>39,5</u>
	100,0%

Source: *Royal Trust Managed Funds Prospectus*, 30 avril 1971.

Au 30 avril 1971, le M Fund rapportait que les arrrages d'intérêt, en souffrance de 3 mois ou plus, se chiffraient par moins de 0,3% du principal en instance. Le M Fund n'a subi aucune perte matérielle depuis le commencement de son activité. (Le Tableau 6-2 fait état du dossier financier du M Fund depuis la date du commencement de ses activités, du 15 octobre 1968 jusqu'au 31 mars 1971).

Tableau 4-2

DOSSIER FINANCIER DU M FUND

		30 mars		31 décembre	
		1971	1970	1969	1968
Actif administré	(\$ millions)	110	82	62	99
Valeur de l'unité	(\$)	9.98	9.64	9.43	9.83
Gains nets par unité ^{a/b}	(¢)	N/A	84¢	81¢	7¢
Taux de rendement à l'investissement ^{a/b}	(%)	N/A	8,7	8,6	N/A

^a Frais nets du Royal Trust de 1/12% par mois de la valeur du capital net de l'actif pour l'administration du M Fund. Les autres dépenses étaient nominales.

^b Les chiffres pour 1969 et 1970 sont fondés sur le rendement par unité pour les périodes de 12 mois. Les chiffres pour 1968 sont fondés sur le rendement par unité pour la période du 15 octobre 1968 au 31 décembre 1968.

Source: Royal Trust M Fund Quarterly and Annual Financial Report 68, 69, 70 et 71.

Le rapport annuel de 1970 de Royal Trust déclarait que "le M Fund remportait beaucoup de succès comme moyen d'investissement unique pour les petits investisseurs."⁴ Du 15 octobre 1968 au 31 mars 1971, l'actif du

⁴ Page 10.

fonds a augmenté à plus de 110 millions de dollars alors que ses actionnaires augmentaient à plus de 19 000. Jusqu'à la fin de 1970, il a constitué une source de financement pour plus de 4 300 propriétaires occupants.

Ces chiffres indiquent que Royal Trust, par l'entremise de son M Fund a mobilisé un montant considérable d'argent auprès d'un grand nombre de petits investisseurs qui étaient intéressés à investir dans des hypothèques liquides de rendement raisonnablement élevé. Il y a cependant, certaines limites à l'investissement et certains inconvénients financiers au M Fund de Royal Trust. Alors que la caractéristique à capital variable du fonds accorde une liquidité aux investisseurs, elle empêche également le fonds d'avoir recours à l'effet spéculatif accru et cela réduit le potentiel de gains du fonds. Cela signifie également que tous les frais de gestion doivent être payés à même le rendement brut. Les dépenses de gestion ne peuvent pas être réduites au titre d'un item relatif de dépenses comme la chose est possible dans le cas d'un trust d'investissement immobilier à capital fixe par le recours à l'effet spéculatif accru. Un autre désavantage se situe dans le fait que, parce que la valeur des unités du M Fund est fondée sur les taux d'intérêt courant du marché, les investisseurs ne peuvent jamais obtenir de gains de capital sur leur investissement comme résultat de ce que la Bourse ne peut pas ajouter de gains multiples sur leurs actions en se fondant sur le potentiel des gains futurs. Par contraste, les trusts d'investissement seraient négociés à la Bourse et accorderaient cette occasion aux investisseurs. De plus, les détenteurs d'unités du M Fund n'ont aucun droit démocratique comme société. Leur seule option, s'ils devenaient insatisfaits du comportement de la gestion serait d'exercer leur droit de faire racheter leurs unités.

Le système du M Fund est limité en ce que seulement quelques gros établissements financiers au Canada peuvent rencontrer les exigences de garantie de liquidité des diverses commissions provinciales de titres. Ceci empêche les établissements financiers plus petits et indépendants ainsi que les entrepreneurs immobiliers d'imiter le système du M Fund. De plus, il est peu vraisemblable que le M Fund, d'après sa conception, puisse attirer les investisseurs institutionnels pour les raisons suivantes: il n'est pas reconnu comme un investissement légal; les frais de gestion sont trop élevés pour que les établissements se servent du fonds comme d'un moyen direct d'investissement dans le secteur des hypothèques; les investisseurs qui contribuent plus de \$50 000 jouissent d'une liquidité restreinte; et il peut présenter trop de problèmes de conflit d'intérêts pour que les autres établissements s'en servent comme moyen d'investir leurs fonds sur le marché hypothécaire.

3. *First Toronto Mortgage Trust*

En 1970, Burns Brothers and Denton Limited et Triarch Securities Corporation Limited ont tenté de créer un trust d'hypothèque intérimaire structuré de près sur un trust d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement des Etats-Unis. Ces deux établissements ont tenté de mobiliser 10 millions de dollars par le placement de 40 000 unités de participation auprès des établissements privés, dont le prix s'établissait à \$250 l'unité. Le mémoire de placement privé que l'on a fait circuler, déclarait que le

but du First Toronto Mortgage Trust consistait à “investir dans des prêts hypothécaires à court et à moyen termes, sur des propriétés industrielles, commerciales et résidentielles au Canada”. Le gérant de First Toronto Mortgage Trust fut désigné par First Toronto Corporation Limited, une compagnie ontarienne qui est en exploitation depuis 1962, en fonction d’investisseur et de gérant des prêts hypothécaires à court et à moyen termes. Les endosseurs de First Toronto Corporation Limited étaient Triarch Corporation Limited, une compagnie bancaire de placements privés et avec des affiliations en Europe, aux Etats-Unis et en Amérique du Sud Centrale; Charles Orenstein, un souscripteur hypothécaire de Toronto et investisseur immobilier; et Charterhouse Canada Limited, une maison de financement de valeurs et la subsidiaire canadienne de Charterhouse Group Limited, de Londres, Angleterre. Le mémoire de placement privé de First Toronto Mortgage Trust déclarait que l’intention éventuelle du trust était de présenter une distribution publique d’unités et de faire la demande d’une cote auprès d’une Bourse reconnue au Canada. Le financement n’a remporté aucun succès. Dans une entrevue, le souscripteur a déclaré que les investisseurs institutionnels n’étaient pas disposés à acheter l’offre pour deux raisons: faute de compréhension du concept et défiance d’investir dans le placement privé.

First Toronto Mortgage Trust n’était pas reconnu comme un investissement légal. Cela a pu être une autre raison du manque d’intérêt des établissements, étant donné qu’ils auraient eu à détenir leur investissement en vertu de leurs dispositions “omnibus”. Certains investisseurs ont également mis en doute la solvabilité du portefeuille initial. Finalement, le mémoire de placement privé n’a pas tenté de traiter avec les conséquences du paragraphe 5.56 du Livre blanc sur la réforme fiscale et cela aurait bien pu également préoccuper les investisseurs institutionnels possibles.

III. L’INDUSTRIE DES FONDS MUTUELS AU CANADA — UNE COMPARAISON

Une partie de la logique du Congrès des Etats-Unis derrière les modifications apportées au Internal Revenue Code en 1961, était fondée sur l’analogie que l’on a faite dans ce pays entre les fonds mutuels et les trusts d’investissement immobilier. Aux fins de comparaison, dans le contexte canadien, la présente section examine brièvement les aspects de l’impôt et de la réglementation de l’industrie des fonds mutuels au Canada tels qu’ils se présentaient, tôt en 1971.

On rapporte qu’il existe 154 fonds mutuels à capital fixe et à capital variable au Canada, dont les actifs se chiffrent au total, par approximativement 3 milliards de dollars. Comparativement à ceux des Etats-Unis, les fonds mutuels du Canada ne sont pas uniformément organisés, réglementés ni assujétis à l’impôt. Aux Etats-Unis, tous les fonds mutuels publics à capital fixe et à capital variable sont assujétis à deux Lois fédérales: Regulated Investment Companies Act of 1939, et Investment Companies Act of 1940. Cette dernière Loi qui est administrée par le SEC, fut promulguée afin de réglementer les fonds mutuels à capital variable et à capital fixe du

point de vue des titres. La Regulated Investment Companies Act of 1939 régit le statut des fonds mutuels des Etats-Unis en ce qui concerne l'impôt.

Tel qu'indiqué antérieurement (voir chapitre 3, renvoi 1) le cas *Morrisey* de 1935 a établi que les trusts d'investissement passifs n'étaient pas exempts de l'impôt. En 1936, le Congrès des Etats-Unis accordait spécifiquement aux fonds mutuels le statut de canalisateur aux fins de l'impôt (Statute 1969, Section 48(3), 49, "Revenue Act of 1936"). Ce statut particulier fut modifié puis promulgué de nouveau sous forme de Regulated Investment Companies Act of 1939, qui s'inscrit maintenant aux articles 851 à 856 du Internal Revenue Code.

Au Canada, les fonds mutuels subissent une imposition de trois manières différentes: comme trust, comme des sociétés spéciales d'investissement de l'article 69, et comme des corporations ordinaires.

Les fonds mutuels qui sont organisés sous forme de trust jouissent du traitement de canalisateur au point de vue fiscal en ce qui concerne le revenu distribué; le revenu qui n'est pas distribué au cours de l'année fiscale courante, est sujet à impôt aux taux des particuliers, sans pouvoir se prévaloir des exemptions personnelles. Par contraste, le revenu non distribué des fonds mutuels des Etats-Unis et organisé sous forme de trust et de trust d'investissement immobilier est sujet à l'impôt aux taux des sociétés.

Les fonds mutuels qui sont admissibles au traitement spécial en ce qui concerne l'impôt aux termes de l'article 69 de la Loi de l'impôt sur le revenu, paient un impôt sur le revenu non dividende à un taux réduit d'approximativement 21%, mais cet impôt est mitigé aux mains des actionnaires particuliers qui résident au Canada jusqu'à concurrence d'un dégrèvement de 20% sur les dividendes.

Les fonds mutuels qui sont constitués en sociétés ordinaires paient l'impôt sur le revenu non dividende, au taux total des sociétés. Les actionnaires canadiens de ces corporations régulières jouissent également d'un dégrèvement de dividende. Le *Tableau 4-3* présente, sous forme de tableau, l'organisation de l'industrie des fonds mutuels,

Tableau 4-3

INDUSTRIE DES FONDS MUTUELS AU CANADA
CLASSIFIÉS PAR GENRE ET CONSTITUTION LÉGALE¹

(Au 19 janvier 1971)

	<u>sociétés</u>	<u>trusts</u>	<u>total</u>
Capital fixe	29		29
Capital variable	65	60	125
	95	60	154

¹ Les chiffres sont estimatifs étant donné que seulement un tiers de tous les fonds mutuels en exploitation au Canada, sont membres de l'Association canadienne des fonds mutuels.

Source: Association canadienne des fonds mutuels.

Dans des discussions avec un représentant de l'industrie on a indiqué qu'un grand nombre de fonds étaient organisés comme des sociétés mais non pas aux termes de l'article 69 de la Loi, parce que cet article exige que les fonds organisés en vertu de celle-ci, doivent investir principalement dans

des titres canadiens. Les fonds qui ne veulent pas restreindre ainsi le portefeuille d'investissement sont organisés comme des sociétés canadiennes normales sujettes à l'impôt. Les fonds organisés comme des sociétés normales, orienteraient leur politique d'investissement vers les actions ordinaires avec gains possibles de capital plutôt que dans le rendement des titres.

L'Association canadienne des fonds mutuels, l'association professionnelle de l'industrie, a fait des démarches pressantes auprès du ministère des Finances pour demander que tous les fonds mutuels du Canada jouissent d'un statut égal de canalisateur en ce qui concerne l'impôt.⁵ Apparemment, la principale raison qui empêche plusieurs fonds d'être reconnus comme des trusts provient de ce qu'il n'existe pas de loi explicite visant les trusts au Canada, par comparaison au volume considérable de lois canadiennes sur les sociétés, sur lesquelles la gestion et les investisseurs peuvent se fier. Un représentant de fonds mutuels qui a mis un temps considérable à étudier la question disait: "les comptables s'accommodent très bien du trust mais il n'en est pas ainsi des avocats."⁶

Les fonds mutuels canadiens sont structurés de deux manières différentes. Certains fonds canadiens emploient des conseillers indépendants mais la plupart des fonds de notre pays ont été structurés pour permettre à la direction de détenir des actions ordinaires de vote de la catégorie A, alors que des actions ordinaires sans vote de la catégorie B ou des actions privilégiées sans vote sont émises au public. Ainsi tout le contrôle est aux mains de la direction. L'exercice de leur droit de rachat constitue la seule manière qui permet aux actionnaires publics d'exprimer leur désaccord avec la direction. Aux Etats-Unis, il est interdit aux fonds mutuels et aux trusts d'investissement immobilier d'émettre ainsi des actions sans vote. Le comité canadien sur les fonds mutuels — un comité conjoint fédéral-provincial sur les titres constitué pour étudier l'industrie canadienne des fonds mutuels — recommandait dans son rapport⁷ que les actionnaires publics sans droit de vote aient le privilège de s'exprimer sur des questions importantes telles que les honoraires d'investissement et l'élection des directeurs.

Il n'existe aucune législation qui régit les honoraires de gestion des fonds mutuels au Canada. L'Ontario Securities Commission a cependant donné suite à la recommandation du comité canadien sur les fonds mutuels d'empêcher les fonds d'exiger des honoraires de gestion en excédent de 2% de la valeur nette de l'actif; ces honoraires sont réduits suivant une certaine échelle dans le cas des fonds plus importants. Le maximum de 2% fut établi afin d'encourager la constitution de nouveaux fonds moindres.⁸

⁵ Mémoire de l'Association canadienne des fonds mutuels au sujet du Livre blanc sur la réforme fiscale au comité du Sénat, et au comité des Communes, sur les Finances, le Commerce et les Questions économiques, 15 avril 1970.

⁶ Interview personnelle, 19 janvier 1971.

⁷ Rapport du comité canadien sur les fonds mutuels et les contrats d'investissement, Etude provinciale et fédérale Ottawa: imprimeur de la Reine, 1969).

⁸ Nous avons examiné brièvement le rapport du Comité Canadien, mais nous n'avons pas étudié le rapport que l'Université York vient justement d'achever pour le compte de l'Association canadienne des fonds mutuels. Il faudrait étudier ces deux rapports à fond en ce qui concerne les recommandations qui pourraient se rapporter au traitement fiscal, l'organisation de la structure, l'auto-négociation et d'autres problèmes de conflit, ainsi que les honoraires.

Chapitre 5

Domaine d'application des fonds d'investissement immobilier au Canada

par Michael B. Davies

Dans l'étude du domaine d'application des fonds d'investissement immobilier au Canada, il nous faut d'abord examiner le financement immobilier canadien, puis la question de l'intérêt du marché dans les fonds d'investissement immobilier. Les sections I et II du présent chapitre portent sur ces questions. Si l'on veut que les fonds d'investissement immobilier aient un domaine d'application significatif, il faut leur accorder le statut de canalisateur aux fins de l'impôt sur le revenu. La nécessité d'un tel traitement fait l'objet de la troisième section du présent chapitre. La quatrième et dernière section traite de la question de doter le fonds d'investissement immobilier des moyens d'une société plutôt que d'un trust.

I. FINANCEMENT IMMOBILIER AU CANADA

Le domaine d'application des fonds d'investissement immobilier au Canada dépend des caractéristiques courantes du marché des fonds pour le financement immobilier, la croissance en perspective de la demande de fonds et les réactions des principales institutions prêteuses à cette demande.

1. *Pratiques de prêt intérimaire au Canada*

Les pratiques hypothécaires à long terme au Canada et aux Etats-Unis aussi bien que les pratiques d'investissement immobilier ne varient pas de façon suffisamment significative pour affecter le potentiel canadien des fonds d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme et des fonds d'investissement immobilier de valeurs. Les différences existantes entre les pratiques de prêt intérimaire au Canada et les pratiques de prêt à la construction aux Etats-Unis pourraient être critiques cependant, vis-à-vis du succès des fonds d'investissement immobilier à la construction et à l'aménagement. Ces différences s'appliquent à la construction résidentielle. Les pratiques de construction commerciales sont généralement semblables.

Alors que les entrepreneurs aux Etats-Unis empruntent des fonds à long terme sur une base au parachèvement, les entrepreneurs résidentiels cana-

diens peuvent généralement s'entendre avec leurs prêteurs permanents — qu'il s'agisse de banques, de compagnies d'assurance-vie, de sociétés de fiducie ou de caisses de retraite — pour pouvoir retirer un avance progressive sur confirmation d'un certificat d'architecte. Cela signifie que les entrepreneurs résidentiels canadiens n'exigent pas de prêts globaux à la construction; si un aménagiste n'a pas suffisamment de fonds chez lui pour financer son projet résidentiel jusqu'au moment de la première avance — généralement, lorsque le projet est à demi achevé — et entre les avances subséquentes, ils tentent d'obtenir un prêt intérimaire.

Les banques canadiennes ont commencé à accorder des prêts intérimaires pour l'habitation unifamiliale tôt dans la décennie de 1950 et elles dominent maintenant ce secteur du marché par l'entremise de leur système national de succursales. Les banques accordent également beaucoup de prêts intérimaires pour les projets d'habitations multifamiliales. Dans les deux cas, elles accordent un prêt intérimaire à l'endroit des avances progressives du prêteur à long terme, que l'hypothèque permanente soit une hypothèque LNH ou non LNH. De plus, les banques accordent souvent un financement intérimaire aux entrepreneurs résidentiels lorsque le prêteur à long terme a retenu 15% du prêt jusqu'à ce que le projet soit parachevé ou encore occupé à 85%.

Depuis longtemps, les institutions prêteuses à long terme du Canada ont budgété leur liquidité pour prévoir à ces avances progressives et sont devenues habituées aux risques en cause. Les discussions que nous avons eues avec divers entrepreneurs immobiliers à la résidence et des prêteurs immobiliers, ont indiqué qu'il n'y avait pas de propension significative s'écartant de cette pratique de financement. Au cours de la période récente de resserrement monétaire, cependant, certains prêteurs à long terme du Canada ont accordé un financement de projet multifamilial au parachèvement seulement.

Les prêts intérimaires au Canada à l'intention de projets commerciaux ressemblent étroitement à la pratique des Etats-Unis. L'entrepreneur construit son édifice de bureaux, sa place commerciale, son parc industriel ou toute autre construction commerciale avant d'avoir totalement conclu l'occupation par les locataires. La pratique normale de l'entrepreneur est de commencer la construction après qu'il s'est trouvé un ou deux locataires. Il attend habituellement jusqu'à ce que la construction soit à peu près terminée avant de remplir sa liste de locataires. Etant donné que les prêteurs à long terme n'accordent pas normalement d'avances progressives sur des projets commerciaux, les entrepreneurs ont habituellement besoin de prêts intérimaires à 100%. Au Canada, les banques, les syndicats privés et à un degré moindre, les compagnies de financement accordent des prêts intérimaires à l'habitation multifamiliale et aux édifices commerciaux. Quelques sociétés de fiducie ont également accordé des prêts intérimaires mais leur part du marché s'avère passablement petite. Quelques compagnies d'assurance-vie accordent des prêts intérimaires mais leur volume en dollars est peu important et dépend des conditions de détente monétaire.

2. *Structure du taux d'intérêt des prêts intérimaires à l'immeuble, au Canada*

Sur le marché canadien des prêts intérimaires, il existe deux structures

Tableau 5-1

COMPARAISON MENSUELLE DES TAUX D'INTÉRÊT HYPOTHÉCAIRES À COURT TERME AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS
(pour la période s'étendant de 1969 à avril 1971)

	<i>Taux de prêt à la construction aux Etats-Unis</i>		<i>Taux de prêt intérimaire au Canada</i>	
	<i>Au taux de base bancaire plus 4 à 5% (1)</i>		<i>Taux de base bancaire plus 1½% à 2½% (1)</i>	<i>Taux non bancaire (2)</i>
1969				
janvier	11/12	%	8½/9½	13+%
février	11/12		8½/9½	13+
mars	11½/12½		9/10	13+
avril	11½/12½		9/10	13+
mai	11½/12½		9/10	13+
juin	12½/13½		9½/10½	13+
juillet	12½/13½		10/11	13+
août	12½/13½		10/11	14+
septembre	12½/13½		10/11	14+
octobre	12½/13½		10/11	14+
novembre	12½/13½		10/11	14½+
décembre	12½/13½		10/11	14½+
1971				
janvier	12½/13½		10/11	14½+
février	12½/13½		10/11	14½+
mars	12/13		10/11	14½+
avril	12/13		10/11	15+
mai	12/13		10/11	15+
juin	12/13		10/11	14+
juillet	12/13		9½/10½	14+
août	12/13		9½/10½	14+
septembre	11½/12½		9½/10½	14+
octobre	11½/12½		9½/10½	14+
novembre	11/12		9/10	14+
décembre	11/12		9/10	12+
1971				
janvier	10½/11½		8½/9½	14+
février	9¾/10¾		7½/8½	12+
mars	9¼/10¼		7½/8½	12+
avril	9¼/10¼		7½/8½	12+

Sources: (1) *Money Market Review for U.S. and Canadian Bank "Prime" Rates*, McLeod, Young, Weir & Company Limited, Toronto.

(2) *The Toronto Monthly Mortgage Market Review*, Investment Department — Mortgage Division, A. E. LePage Limited, Toronto.

distinctes de prêt, selon l'importance et la solvabilité de l'entrepreneur. Les gros entrepreneurs immobiliers dont la solvabilité est bien cotée, empruntent des banques à un taux s'établissant de 1½% à 2½% au-dessus du taux de base d'un prêt de banque. Les plus gros entrepreneurs peuvent marchander des taux aussi peu élevés que 1 à 1-1/8% au-dessus du taux de base. Lorsqu'on oppose ces chiffres aux chiffres de 4 à 5% au-dessus du taux de base, que tous à l'exception des plus gros entrepreneurs des Etats-Unis doivent payer, on appréciera que les prêts intérimaires pour des crédits comparables constituent un commerce plus profitable aux Etats-Unis qu'au Canada. Dans le cas des entrepreneurs canadiens qui n'ont pas accès à un crédit bancaire en raison d'une faible cote de solvabilité ou des fonds en rareté auprès de la banque, des échelles de taux significativement plus élevés s'appliquent. Les Tableaux 5-1 et 5-2 présentent les taux d'intérêt comparables pour les prêts intérimaires au Canada et aux Etats-Unis.

Tableau 5-2

COMPARAISON DES MOYENNES ANNUELLES DES TAUX D'INTÉRÊT
HYPOTHÉCAIRE À COURT TERME, AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA

(pour la période 1966 au 31 mars 1971)

	<i>Taux de prêt à la construction aux Etats-Unis</i>	<i>Taux de prêt intérimaire au Canada</i>	
	<i>Taux de base E.-U. plus 4/5% (1) %</i>	<i>Taux de base-banque plus 1½ à 2½% (1) %</i>	<i>Taux non bancaire (2) %</i>
1966	10/11	7¼/8¼	N/A
1967	10/11	8/9	N/A
1968	10¾/11¾	8¼/9¼	N/A
1969	12½/13½	10/11	14+
1970	10¾/11¾	9/10	14+
1971 (31/3)	9½/10½	8/9	12+

Sources: (1) Money Market Review For U.S. and Canadian Bank "Prime" Rates, McLeod, Young, Weir & Company Limited, Toronto.

(2) The Toronto Monthly Mortgage Market Review, Investment Department Mortgage division, A. E. LePage Limited, Toronto.

Les taux d'intérêt canadiens représentent le coût réel à l'entrepreneur étant donné que la compensation que les banques canadiennes reçoivent provient essentiellement des frais d'intérêt alors que les banques des Etats-Unis et les trusts d'investissement immobilier ont marchandé agressivement avec les entrepreneurs pour leur faire payer les honoraires et d'autres frais en vue d'augmenter leur compensation sous forme d'intérêt. Les banques des Etats-Unis exigent habituellement une balance de compensation de 10 à 20% (qui ajoutent ½% à 1¼% au coût du prêt). Les banques et les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis négocient également des honoraires d'engagement de ½ à 1%, soit du prêt total, soit de la partie non utilisée du prêt total, et un taux de remboursement de pénalité en vertu de laquelle le terme du prêt est fixé et un taux de pénalité se chiffrant habituellement par 18% du solde en instance, est exigé en vertu de l'acte de prêt si le bâtiment n'est pas parachevé à la date prévue.

Au cours de la période de resserrement monétaire de 1969-1970, alors que les banques canadiennes avaient des problèmes découlant de l'absence d'intermédiation et de fortes demandes de fonds de leurs sociétés emprunteuses établies depuis longtemps, certaines banques canadiennes ont pourvu à une partie de leur financement intérimaire sur le marché d' Euro-dollars. Pour obtenir ces fonds, les entrepreneurs canadiens devaient convenir de payer des taux rattachés aux sources d'Euro-dollars de ces banques, qui à ce moment, étaient passablement plus élevés que le 1½% à 2% au-dessus du taux de base canadien que les banques exigeaient normalement.

3. Taux d'intérêt hypothécaires à long terme au Canada

De longue date, les taux d'intérêt canadiens ont été plus élevés que ceux des Etats-Unis par suite du capital d'investissement en rareté dans notre pays voir *Tableau 5-3*).

En dépit de l'accumulation de fonds hypothécaires à long terme telle que rapportée aux mains des prêteurs canadiens à long terme, les taux hypothécaires à long terme n'ont pas accusé le même taux de réduction que les taux

Tableau 5-3

COMPARAISON DES MOYENNES DE TAUX D'INTÉRÊT ANNUELS AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS
(Au cours de la période 1966 à 1971)
TAUX D'INTÉRÊT CANADIENS

Année	Comptes d'épargne en banque (sans chèque)(1)	Dépôts à terme en banque (90 jours)(1)	Titres de compagnie de finance (90 jours)(1)	Obligations d'épargne du Canada(1)	Obligations du gouv. du Canada (long terme)(1)	Bons de sociétés canadiennes(2)	Hypothèque LNH (habitation multiple)(1)	Hypothèques non LNH (habitation)(1)
	%	%	%	%	%	%	%	%
1966	— (3)	5,09(3)	6,17(3)	5,78	5,77	6,50	6,2	7,7
1967	4,50	5,23	5,85	5,58	6,01	7,09	7,3	8,1
1968	4,92	6,54	7,45	6,92	6,67	7,93	8,6	9,1
1969	6,96	7,15	7,85	8,17	7,59	8,75	9,4	9,8
1970	6,19	6,94	7,31	7,75	7,95	9,18	10,1	10,5
1971	5,00	5,00	4,63	—	6,80	8,47	10,2	10,8

Année	Comptes d'épargne en banque (sans chèque)(6)	Dépôts à terme en banque (90 jours)(4)	Titres de compagnie de finance (90 jours)(5)	Obligation du gouv. des Etats-Unis (long)(5)	Bons de sociétés des Etats-Unis (cote AAA)(5)	Hypothèque FHA-VA(5)	Hypothèque conventionnelle (habitation)(5)
	%	%	%	%	%	%	%
1966	4,45	4,04	5,42	4,66	5,13	5,7	6,1
1967	4,67	4,24	4,89	5,51	6,0	6,0	6,3
1968	4,68	4,48	5,69	5,25	6,18	6,5	6,8
1969	4,78	4,87	7,16	6,10	7,03	7,5	7,7
1970	n/a	n/a	6,77	6,58	8,04	8,5	8,3
1971	n/a	n/a	4,50	6,15	7,22	9,2	8,5

Sources: (1) *Sommaire statistique de la Banque du Canada*, Banque du Canada, Ottawa, février et mars 1971.

(2) *10 Industrial Bond Yield Average*, McLeod, Young, Weir & Company Limited, Toronto.

(3) *Sommaire statistique de la Banque du Canada*, op. cit., décembre 1969.

(4) *U.S. Financial Data*, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis.

(5) *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, March 9, 1968 and January 1971.

(6) *United States Savings & Loan League*, cited by James Hanbury, *Industry Review — Real Estate Investment Trusts*, Research Department, Paine, Webber, Jackson & Curtis, New York, no 77, September 30, 1970.

hypothécaires intérimaires, de 1970 jusqu'au début de 1971. Le vaste surplomb de la construction commerciale et de la construction d'habitations multifamiliales qui exigent un financement, en serait la raison. Cela fut également vrai aux Etats-Unis où les taux à long terme ont tenu plus fermement que les taux à la construction et à l'aménagement. Une autre raison pour la baisse des taux intérimaires canadiens est que les banques à charte ont gavé leur liquidité de prêts intérimaires.

Le *Tableau 5-4* illustre les taux d'intérêt mensuels des hypothèques à long terme sur le marché de Toronto pour la période s'étendant de 1969 à mars 1971, pour les édifices de bureaux, les édifices industriels et commerciaux et l'habitation multifamiliale.

Tableau 5-4

TAUX D'INTÉRÊT MENSUELS SUR LE MARCHÉ DES HYPOTHÈQUES DE TORONTO POUR LA CONSTRUCTION DE BUREAUX, LA CONSTRUCTION INDUSTRIELLE ET COMMERCIALE ET L'HABITATION MULTIFAMILIALE

(Pour la période de 1969 à mars 1971)

	Bureaux	Const. industrielle et commerciale	Habitation multifamiliale	
		LNH	non LNH	
	%	%	%	%
1969 janvier	9¼/9¾	9¼/9¾	9¾ max.	9½
février	9¼/9¾	9¼/9¾	9¾ max.	9½
mars	9¼/9¾	9¼/9¾	9¾ max.	9½
avril	9¼/9¾	9½/9¾	9¾ max.	9½/9¾
mai	9½/9¾	9½/9¾	9¾ max.	9½/9¾
juin	9¾/10¼	9¾/10¼	9¾ max.	9¾/10
juillet	9¾/10¼	9¾/10¼	9½/9¾	10
août	10/10½	10/10½	9¾	10/10½
septembre	10/10½	10/10½	10	10/10½
octobre	10/10½	10/10½	9¾/10½	10¼/10½
novembre	10½/11	10¾/11	10/10½	10½/10¾
décembre	10½/11¼	10½/11½	10¼/10¾	10½/11
1970 janvier	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾/11¼
février	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾/11¼
mars	10½/11¼	10½/11¼	10½/10¾	10¾/11¼
avril	10½/11¼	10½/11¼	10½/10¾	10¾/11¼
mai	10½/11¼	10½/11¼	10½/10¾	10¾/11¼
juin	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾/11¼
juillet	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾ plus
août	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾/11¼
septembre	10½/11¼	10½/11¼	10¼/10¾	10¾/11¼
octobre	10½/11¼	10½/11¼	10/10¾	10¾/11¼
novembre	10½/11¼	10½/11¼	10/10¾	10¾/11¼
décembre	10¼/11¼	10¼/11¼	10/10¼	10½/11
1971 janvier	10/10¾	10/10¾	9½/10	10¼/10¾
février	9¾/10¼	9¾/10¼	9¼/9½	9¾/10¾
mars	9/10¼	9/10¼	9/9¼	9½/10

Source: *The Toronto Monthly Mortgage Market Review*, Investment Department Mortgage Division, A. B. Lepage Limited, Toronto.

4. *Le marché hypothécaire et immobilier au Canada*

En 1970, les dépenses pour la construction au Canada se sont chiffrées par 11,7 milliards de dollars dont 8,8 milliards de dollars furent dépensés pour la construction privée et 2,9 milliards de dollars pour les édifices fédéraux, provinciaux et municipaux.¹ Les dépenses comparables pour les Etats-Unis

¹ Statistique du logement au Canada, Société centrale d'hypothèques et de logement (Ottawa, SCHL, mars 1971).

se sont chiffrées par 90 milliards de dollars dont 60 milliards furent affectés à la construction privée et 30 milliards de dollars à la construction publique.² Tel qu'indiqué antérieurement, on a estimé que de 30 à 100% des 60 milliards de dollars sont admissibles à des prêts à la construction.³ Dans le contexte canadien, ceci établirait un marché pour les fonds d'investissement immobilier, à environ 8,8 milliards de dollars.

Le *Tableau 5-5* donne une estimation du marché hypothécaire canadien pour les fonds d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme et sur hypothèque intérimaire. Les marchés d'hypothèques intérimaires et d'hypothèques à long terme ont été traités comme deux marchés distincts pour les fonds d'investissement immobilier. Dans le cas des prêts intérimaires, le marché total en 1970 se situerait estimativement entre 1 346 millions de dollars à 1 371 millions de dollars (*colonne X*). Les prêts intérimaires à l'habitation unifamiliale étaient exclus de l'estimation parce qu'il s'agit là d'un secteur dominé par les banques à charte canadiennes et qui continuera de l'être. La propriété résidentielle existante en est également exclue. Etant donné que les premières avances sont tirées habituellement à mi-chemin au cours de la construction, le marché intérimaire pour l'habitation multifamiliale fut calculé à 355 millions de dollars (*la moitié de la colonne II*) plus 353 millions de dollars (*la moitié de la colonne VI*) représentant la moitié des prêts hypothécaires approuvés pour les nouvelles habitations multifamiliales par les prêteurs privés et la SCHL, respectivement. Un marché de prêts intérimaires au chiffre de 508 millions de dollars (*colonne IV*) a été établi pour d'autres propriétés. On a estimé qu'il y avait un marché de 8 millions de dollars (*colonne VIII*) pour des prêts intérimaires sur des propriétés qui furent éventuellement financées au moyen d'obligations émises par des sociétés immobilières (les prêteurs sur obligations avancent normalement seulement avec la garantie d'un certificat de parachèvement). Le solde de 50 à 75 millions de dollars (*colonne IX*) représente le financement intérimaire requis dans le cas des hypothèques approuvées par des prêteurs non résidents.

En préparant cette dernière estimation, on a admis que toutes les hypothèques provenant de non résidents seraient accordées au parachèvement. Cette hypothèse devrait être réaliste, étant donné qu'un fort pourcentage des hypothèques de non résidents est consenti par des prêteurs des Etats-Unis qui, par tradition, ont prêté au parachèvement. Le chiffre de 50 à 75 millions de dollars est un chiffre "optimal", parce que la SCHL, la Banque du Canada et le Bureau Fédéral de la Statistique n'ont pas de données précises sur les hypothèques de non résidents. Le Bureau Fédéral de la Statistique a fourni les chiffres sur lesquels l'estimation pour les non résidents est fondée.

On a calculé que le marché hypothécaire à long terme au Canada, en 1970, s'établissait entre \$2 738 000 000 et \$2 763 000 000 approximativement (*colonne XI*). Pour obtenir ce chiffre, on a inclus ce qui suit: \$667 000 000 (*colonne I*) en prêts hypothécaires approuvés pour les nouvelles habitations unifamiliales par les institutions privées; \$709 000 000

² McLeod, Young, Weir and Company Limited, Real Estate Investment Funds Financial, Marketing and Regulatory Aspects (rapport préparé pour l'équipe spéciale sur les nouveaux mécanismes et établissements de financement, inédit, 1971).

³ *Ibid.*

Tableau 5-5

ESTIMATION DU MARCHÉ CANADIEN TOTAL DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES INTÉRIMAIRES ET DES PRÊTS
HYPOTHÉCAIRES À LONG TERME
(millions de dollars)

Année	Prêts hypothécaires LNH et non LNH approuvés pour		Prêts hypothécaires approuvés par les institutions privées pour		Tous les nouveaux prêts directs approuvés par la SCHL pour		prop. résid. existante (1)	émission brute d'obl. de soc. par les comp. imm. (2)	est. des prêts hyp. bruts app. par les n-rés. (3)	est. du mar. can. total pour prêts hyp. intér.	est. du mar. can. total pour prêts hyp. à ter. (1)	est du mar. can. total pour prêts hyp. sect. pri.
	nouv. hab. unif. (1)	nouv. hab. multif. (1)	prop. rés. existante (1)	autres prop. (1)	habitation unifamiliale neuve (1)	hab. multif. neuve (1)						
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1966	\$361	\$405	\$470	\$382	\$401	\$173	\$19	\$ 89	\$ 20	\$ 779	\$ 1,727	\$ 2,506
1967	440	661	654	369	371	327	42	132	30	1,025	2,286	3,311
1968	789	1006	571	335	195	260	50	176	50/75	1,194/1,219	2,927/2,952	4,121/4,171
1969	845	845	672	432	112	337	53	140	50/75	1,312/1,337	2,984/3,009	4,396/4,346
1970	667	709	723	508	144	706	28	81	50/75	1,346/1,371	2,738/2,763	4,084/4,134

Sources: (1) Société centrale d'hypothèques et de logement, *Statistique du logement au Canada — 1970* (Ottawa, SCHL mars (1971) Tableaux 29 à 41.

(2) Banque du Canada.

(3) Bureau fédéral de la Statistique.

(*colonne II*) en prêts hypothécaires approuvés pour les nouvelles habitations multifamiliales par les institutions privées; \$723 000 000 (*colonne III*) en prêts hypothécaires approuvés pour la propriété résidentielle existante; \$508 000 000 (*colonne IV*), en prêts hypothécaires approuvés par les institutions privées pour d'autres propriétés; \$81 000 000 (*colonne VIII*) pour la propriété financée au moyen d'obligations émises par des sociétés immobilières; et un chiffre estimatif de \$50 000 000 à \$75 000 000 (*colonne IX*) pour hypothèques approuvées par les non résidents. Il faudrait remarquer que les marchés hypothécaires intérimaires et à long terme sont deux occasions distinctes pour les fonds d'investissement immobilier et partant, ils ont été comptés deux fois, en considérant le marché hypothécaire potentiel total de \$4 084 000 000 à \$4 134 000 000.

Par contraste avec les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis, il semble que les fonds d'investissement immobilier canadiens pourraient gagner une diffusion profitable en investissant des montants importants dans des hypothèques sur l'habitation unifamiliale, étant donné que les taux, au Canada, des hypothèques sur l'habitation unifamiliale sont considérablement plus élevés que ceux des Etats-Unis. Le fait que les taux d'intérêt pour les hypothèques sur l'habitation unifamiliale au Canada, peuvent être renégociés par le prêteur à tous les cinq ans, devrait également rendre cette catégorie d'investissement hypothécaire plus attrayante pour les fonds d'investissement immobilier canadiens qu'elle ne l'a été pour les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis. De plus, certains fonds d'investissement immobilier pourraient désirer investir dans ce secteur pour des raisons de politique; par exemple, certains établissements financiers qui organisent les fonds d'investissement immobilier pourront investir une partie de leur actif dans l'habitation unifamiliale afin de participer à l'effort du gouvernement fédéral en vue de canaliser des fonds d'investissement dans ce secteur.

5. Marchés immobilier et hypothécaire futurs au Canada

En ce qui concerne l'industrie immobilière au Canada au cours de la prochaine décennie, on a fait certaines déclarations très à la hausse en ce qui concerne ses exigences. Dans sa Sixième Revue Annuelle, le Conseil Economique Canadien a prédit que le volume de dépenses à l'habitation au cours de la période de 1967-1975 s'accroîtrait à un rythme de 6,1% par année. En dollars de 1975, il fut estimé que l'investissement à l'habitation en 1975, s'élèverait à environ 5,3 milliards de dollars par année⁴, comparativement à 2,5 milliards de dollars, en 1970.⁵ La Revue a également prédit "qu'une augmentation notable de la construction de grands immeubles commerciaux et d'édifices à bureaux s'imposera dans les secteurs de la finance, de l'assurance et de l'immeuble".⁶

Le Service de recherche économique de Toronto Dominion Bank, lors d'une prévision plus récente, a estimé que les dépenses à la construction, au

⁴ Conseil économique du Canada, Sixième Revue Annuelle — perspectives 1975 Ottawa: Imprimeur de la Reine, septembre 1969. pp. 99 et 100.

⁵ Société centrale d'hypothèques et de logement; Statistique du logement au Canada — 1970.

⁶ Conseil économique du Canada, perspective 1975, p. 98.

Canada, seraient encore plus élevées en 1976. On a prédit une augmentation annuelle de 10,7% dans les dépenses générales de la construction au cours de la période 1970-1976, représentant une augmentation annuelle de 8,9% pour les dépenses non résidentielles et une augmentation annuelle de 14,3% pour les dépenses résidentielles (voir *Tableau 5-6*). En étudiant plus précisément les problèmes du logement au Canada, le docteur Albert B. Goracz, ancien économiste supérieur de la SCHL, a fait des prévisions telles qu'elles sont établies au *Tableau 5-7*.

En évaluant le marché potentiel en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier, il faudrait signaler que la plus grande partie de la croissance attendue dans le domaine de l'habitation devrait se produire dans l'habitation multifamiliale, un secteur d'investissement significatif pour les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme à la construction et à l'aménagement et les trusts d'investissement immobilier en valeurs, aux Etats-Unis.

6. Impact sur les entrepreneurs immobiliers

Les fonds d'investissement immobilier ajouteraient un nouvel élément concurrentiel au marché immobilier canadien, en donnant aux entrepreneurs une nouvelle source de fonds intérimaires et à long terme. De plus, les fonds nouvelle source de fonds intérimaires et à long terme. De plus, les fonds d'investissement immobilier accorderaient probablement la plupart des avantages des Etats-Unis. Comme commerces à objectif unique, les fonds d'investissement immobilier canadiens devraient être des prêteurs immobiliers plus dynamiques que les établissements financiers canadiens existants à l'heure actuelle. De plus, les fonds d'investissement immobilier sont en réalité des prêteurs qui seraient contra-cycliques potentiellement; en conséquence, ils devraient être en mesure de contrebalancer dans une certaine mesure, les raretés critiques de fonds d'investissement auxquelles l'industrie de la construction doit faire face au cours des périodes de resserrement monétaire (au cours de ces périodes, les sources traditionnelles de fonds d'investissement immobilier,

Tableau 5-6

DÉPENSES DE CONSTRUCTION AU CANADA (MILLIONS DE DOLLARS)

Année	Résidentielles ¹	Augmen- tation annuelle %	Non rési- dentielles ¹	Augmen- tation annuelle %	Totales	Augmen- tation annuelle %
1966	\$ 2 609	—	\$ 7 133	—	\$ 9 742	—
1967	2 822	8,16%	7 132	(0,0 %)	9 954	2,18%
1968	3 267	15,78%	7 144	0,02%	10 411	4,59%
1969	3 855	18,00%	7 479	4,69%	11 334	8,87%
1970	3 558	(7,71%)	8 160	9,11%	11 718	3,39%
1976	7 925	14,3 % ²	13 600	8,9 % ³	21 525	10,7 % ⁴

¹ Comprend les dépenses tant privées que publiques.

² Augmentation de 6 ans: 122,73%

³ Augmentation de 6 ans: 66,67%

⁴ Augmentation de 6 ans: 83,69%

Sources: Chiffres de 1966-1970: Comptes nationaux des revenus et des dépenses, Bureau Fédéral de la Statistique, catalogue #13-001; et prévision de 1976, par le Service de recherche économique de la Toronto Dominion Bank, rapport interne, 28 avril 1971.

particulièrement les banques et les compagnies d'assurance-vie, tendent à se resserrer et à s'épuiser). Aux Etats-Unis, lorsque ce genre de climat a prévalu, entre 1969 et 1971, les fonds d'investissement immobilier furent en mesure de fournir les fonds qui ont assuré la vie à l'industrie de la construction.

Tableau 5-7

UNITÉS D'HABITATION PARACHEVÉES AU CANADA

(milliers d'unités)

Période	Unités uni- familiales	% Aug- mentation	Unités multi- familiales	% Aug- mentation	Unités totales	% Aug- mentation
1961	76	—	40	—	116	—
1962	76	—	51	27,5	127	9,5
1963	72	(5,3)	56	9,8	128	0,8
1964	76	5,5	74	32,1	150	17,2
1965	75	(1,3)	78	5,4	153	2,0
1966	74	(1,3)	88	12,8	162	5,9
1967	74	—	75	(14,8)	149	(8,0)
1968	75	1,3	95	26,6	170	14,0
1969	79	5,3	117	23,1	196	15,3
1970	67	15,2	108	7,6	175	(10,7)
1971(E)	84	25,4	126	16,7	210	20,0
1972(E)	87	3,6	130	3,1	217	3,3
1973(E)	89	2,3	134	3,1	223	2,8
1974(E)	92	3,4	138	3,0	230	3,1
1975(E)	94	2,2	142	2,9	236	2,6
1976(E)	97	3,2	146	2,8	243	3,0
1977(E)	99	2,1	148	1,4	247	1,6
1978(E)	101	2,0	154	4,1	255	3,2
1979(E)	103	2,0	154	—	257	0,8
1980(E)	104	1,0	156	1,3	260	1,2

Source: Les chiffres pour la période de 1961 à 1970, de la Société centrale d'hypothèques et de logement, Statistique du logement au Canada — 1970 (Ottawa, SCHL, mars 1971); et prévision pour les périodes de 1971 à 1980 par Albert B. Goracz, autrefois économiste supérieur, SCHL, *Bulletin technique #3 — Exigences en logement jusqu'à 1981*, un Bulletin de recherche interne, le 4 février 1969.

Les entrepreneurs immobiliers aux Etats-Unis ont organisé les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme et les trusts d'investissement immobilier de valeurs. Les entrepreneurs canadiens devraient s'intéresser à faire de même, tant pour obtenir des honoraires de conseiller que pour utiliser les fonds d'investissement immobilier comme source de fonds pour leurs projets.

7. *Le fonds d'investissement immobilier et les établissements financiers existants*

Les banques à charte, les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie, les caisses hypothécaires et les autres sociétés de prêt du Canada organiseront probablement des fonds d'investissement immobilier, suivant la structure du trust d'investissement immobilier des Etats-Unis. En plus de recevoir des honoraires de conseiller, les fonds d'investissement immobilier fourniraient une nouvelle source de fonds à ces organisateurs. Dans le cas de certains établissements, ce dernier avantage pourrait être plus important que le premier. Le fonds d'investissement immobilier pourrait également constituer

un moyen contra-cyclique pour chacun de ces établissements financiers, ce qui leur permettrait de répondre à une partie ou à la totalité de leur demande de prêts hypothécaires au cours des périodes de resserrement monétaire.

Le *Tableau 5-8* illustre tous les prêts hypothécaires approuvés par les institutions prêteuses privées au Canada, entre 1961 et 1970.

Tableau 5-8

TOUS LES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES APPROUVÉS PAR LES INSTITUTIONS
PRÊTEUSES PRIVÉES, AU CANADA, 1961-1970
(millions de dollars)

<i>Année</i>	<i>Banques à charte</i>	<i>Compagnies d'assurance-vie</i>	<i>Sociétés de fiducie</i>	<i>Sociétés de prêt et autres</i>	<i>Total</i>
1961	nominal	\$ 783	\$ 335	\$310	\$1 383
1962	nominal	785	402	343	1 531
1963	nominal	902	520	417	1 840
1964	9	1 011	695	595	2 311
1965	6	1 157	808	580	2 552
1966	nominal	803	423	391	1 618
1967	252	799	662	409	2 124
1968	446	844	898	511	2 701
1969	381	621	1 176	615	2 793
1970	509	445	1 080	581	2 627

Source: Société centrale d'hypothèques et de logement, *Statistique du logement au Canada, 1970* (Ottawa: SCHL, mars 1971).

Le tableau indique qu'au cours de l'année de resserrement monétaire de 1970, toutes les institutions prêteuses privées sauf les banques (qui ont réagi plus tôt) ont réduit le nombre de leurs prêts approuvés comme elles l'ont fait en 1966. Au cours des deux périodes, le logement fut l'une des principales victimes du resserrement monétaire.

Le *Tableau 5-8* illustre également que la part des compagnies d'assurance-vie sur le marché hypothécaire canadien a baissé de façon significative depuis 1965. Selon un rapport par le Service de Recherche économique de la Toronto Dominion Bank, cette baisse était due à un certain nombre de facteurs; les compagnies d'assurance-vie ont manifesté une propension à investir leur argent dans des valeurs immobilières plutôt que dans des hypothèques; les compagnies d'assurance-vie ont connu une croissance lente de leur actif au cours de la période d'inflation récente et elles ont été aux prises, au Canada comme aux Etats-Unis, avec une augmentation rapide des prêts sur police; et les compagnies d'assurance-vie du Canada ont subi un certain épuisement de leur comptant comme résultat des nouveaux impôts.⁷ Pour ces raisons, les compagnies d'assurance-vie au Canada devraient être particulièrement intéressées à l'organisation des fonds d'investissement immobilier.

Depuis 1968, plusieurs établissements financiers canadiens ont manifesté un intérêt à accroître leur participation au marché hypothécaire canadien en formant des filiales d'investissement hypothécaire. En 1968, le Royal Trust a formé le M Fund; en 1969, la Royal Bank a formé Roy Moore Ltd; en

⁷C. V. Mackenzie et J. P. Lounsbury, the Toronto-Dominion Bank department of Economic Research, *Outlook for Housing in Canada*, un rapport interne, avril 1971, pp. 2-3.

1970, la Banque de Montréal a formé First Bank Investments Ltd et la Toronto-Dominion Bank a formé Tordom Investments Limited; et en 1971, la Banque de la Nouvelle-Ecosse a acheté le contrôle de Central Covenants (Holdings) Limited. Le 16 juin 1971, Royal Trust annonçait qu'il avait approuvé en principe la formation d'une société pour accorder un financement intérimaire à la construction résidentielle, industrielle, commerciale et à la construction d'autres projets. La compagnie devait être une entreprise conjointe avec Conill Corporation, une compagnie de portefeuille constituée d'une seule banque pour Continental Illinois National Bank and Trust Company of Chicago. L'annonce de cette nouvelle entreprise conjointe déclarait que la compagnie "comblerait une grande lacune dans le financement au Canada. Elle fut établie pour s'occuper du genre de financement dont un constructeur ou un entrepreneur a besoin depuis le début de son projet jusqu'à son parachèvement alors que le prêteur final à long terme avance les revenus hypothécaires."⁸ Tous ces véhicules furent conçus pour mobiliser des fonds de l'extérieur aux fins d'investissement dans le marché hypothécaire à long terme au Canada. Sauf dans le cas du M Fund, cependant, l'avoir propre de ces compagnies est détenu privément.

Au cours de l'enquête de l'équipe spéciale en 1970-1972, un certain nombre d'établissements financiers canadiens ont manifesté un intérêt dans le concept du fonds d'investissement immobilier; jusqu'à ce jour, plusieurs ont étudié en profondeur la perspective d'organiser un fonds d'investissement immobilier.

II. INTÉRÊT DU MARCHÉ DANS UN FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER AU CANADA

1. *Intérêt de l'investisseur canadien*

Les petits comme les gros investisseurs seraient en mesure de participer par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier à un portefeuille géré par des professionnels et constitué d'investissements diversifiés en immeuble. En ce qui concerne les petits investisseurs, il constituera un moyen aux fins de l'investissement immobilier équivalant celui du fonds mutuel pour l'investissement à la Bourse. Le concept du fonds d'investissement immobilier aurait un vaste attrait pour l'investissement particulièrement pour les petits investisseurs, comme un titre négociable, relativement sûr, à rendement appuyé par l'hypothèque ou l'immeuble. Il devrait également accorder aux investisseurs un potentiel de gains de capital modérés et dans certains cas, un potentiel de gains de capital plus que modéré, selon l'expérience des Etats-Unis. Au Canada, les caisses de retraite gérées en fiducie (y compris les fonds mis en commun) comportent, au total, environ 10 milliards de dollars; pour le moment, seulement environ 11% de la valeur totale aux livres est investie dans les hypothèques.⁹ Alors que des établissements tels que les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie et certaines des très importantes

⁸ "Royal Trust Plans and financing firm" The Global Mail (section des affaires), le 5 juin 1971.

⁹ *Statistique financière des caisses de retraite gérées en fiducie*, 1969, Bureau fédéral de la Statistique, catalogue #74-201 novembre 1970.

caisses de retraite (CPR, CNR et Air Canada) comportent, dans leur structure, l'expertise analytique et les possibilités de créer de l'investissement immobilier, la plupart des établissements financiers moindres et des caisses de retraite canadiennes à gestion indépendante, ne jouissent pas de ces services. Pour cette raison, ces établissements devraient être intéressés à investir dans les fonds d'investissement immobilier.

Tel qu'indiqué antérieurement, l'offre de First Toronto Mortgage Trust n'a pas connu de succès, mais des raisons précises expliquent sa déconiture; il s'agissait d'un placement privé; il ne s'agissait pas d'un investissement légal; il a laissé certaines questions d'impôt sans réponse; il n'était pas parainé par une importante institution financière canadienne (telle qu'une banque, une compagnie d'assurance-vie, une société de fiducie); et certains investisseurs mettaient en doute la solvabilité du portefeuille initial.

Plusieurs gérants de caisse de retraite des Etats-Unis et du Canada que l'équipe spéciale a interviewés, ont déclaré qu'ils canaliserait probablement plus de fonds dans les hypothèques s'ils jouissaient de plus de souplesse pour l'achat et la vente de ces investissements. Les fonds d'investissement immobilier constitueraient pour les établissements un moyen d'investissement immobilier qui jouirait d'une certaine liquidité. Plusieurs investisseurs institutionnels du Canada ont spécifiquement manifesté leur intérêt à l'investissement dans les fonds d'investissement immobilier du Canada. D'après certains rapports, quelques investisseurs institutionnels canadiens ont déjà engagé des fonds importants dans les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis.

Parallèlement à l'expérience des Etats-Unis, on a prédit qu'au Canada, le marché s'intéresserait davantage aux fonds d'investissement immobilier sur hypothèque qu'aux fonds d'investissement immobilier sur valeurs.

Il est impossible de dire quel serait le profil d'investissement pour un fonds d'investissement immobilier quelconque ou pour l'industrie comme un tout. Sur le marché canadien cependant, l'obtention d'un grand nombre de commandes institutionnelles et la création d'un fort intérêt au détail, seraient un prérequis à la souscription d'un important fonds d'investissement immobilier (20 millions de dollars ou plus). Les institutions pourraient probablement lancer des fonds d'investissement immobilier moindres, ou encore, la chose pourrait se faire par des voies au détail moyennant un nombre moindre de commandes institutionnelles.

2. Intérêt des non résidents

Plusieurs souscripteurs des Etats-Unis ont exprimé leur intérêt à distribuer les actions d'un fonds d'investissement immobilier canadien aux Etats-Unis s'il ne se présentait pas de problèmes inattendus en ce qui concerne l'impôt de peréquation d'intérêt et la retenue d'impôt. La chose pourrait soulever un intérêt considérable en Europe, particulièrement en Allemagne, dont la structure de l'impôt est attrayante parce qu'elle encourage l'investissement immobilier outremer. On pourrait attirer également les intérêts de l'Extrême-Orient à investir dans les fonds d'investissement immobilier canadiens. A condition de clarifier certaines des questions fiscales, les fonds d'investissement immobilier de valeurs en particulier, devraient présenter un certain attrait pour les investisseurs non résidents. Il devrait y avoir un plus grand intérêt

étranger dans les fonds d'investissement immobilier canadiens que dans ceux des Etats-Unis en raison de leur structure fiscale plus compliquée tant au niveau du fédéral que de l'état. De plus, les taux de rendement sur l'immeuble au Canada, sont plus élevés qu'aux Etats-Unis. Présentement, au moins un établissement canadien étudie la possibilité d'établir un moyen de distribution des titres en Allemagne et d'investir les recettes dans des valeurs immobilières au Canada.

3. *Moment propice et problèmes d'expansion*

Le choix du moment propice à l'inauguration de l'industrie du fonds d'investissement immobilier au Canada sera crucial. Les taux élevés de l'hypothèque immobilière qui existaient en 1970 n'étaient pas aussi attrayants en 1971. A la Bourse, alors que le Dow Jones Industrial Average se tenait près de 900, les investisseurs se préoccupaient une fois de plus au sujet de l'inflation à long terme qui, à son tour, peut signifier qu'ils étaient plus intéressés à acheter des titres de croissance qu'à acheter pour obtenir un revenu à rendement garanti comme ils l'ont fait, au cours de 1970 et 1971. Ces deux facteurs devraient avertir les organisateurs en puissance de fonds d'investissement immobilier d'être aux aguets pour des conditions de marché plus accueillantes. Le succès des premiers pas du concept aux Etats-Unis peut constituer cependant, un précédent suffisant pour le lancement de l'industrie au Canada, sans les conditions de resserrement monétaire des années 1970 à 1972.

En dehors de la question du moment propice, quel est le potentiel ultime du marché canadien en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier?

Les prévisions de l'industrie immobilière jusqu'en 1980, indiquent une forte demande potentielle de financement immobilier; et si la propension récente persiste, il semble que la proportion des dépenses totales financées au moins par les prêteurs privés importants, diminuera de $\frac{1}{2}$ aux $\frac{2}{5}$ des exigences totales de dépenses de l'industrie immobilière d'ici 1975.¹⁰ Les fonds d'investissement immobilier pourraient contribuer à renverser cette propension.

La structure des taux, le recours croissant aux allègements de participation et la demande d'hypothèques à long terme au Canada, semblent offrir un marché encourageant pour les fonds d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme. Il semblerait également qu'il y ait un marché pour les fonds d'investissement immobilier de valeurs bien qu'il puisse s'avérer difficile de vendre le concept aux investisseurs si l'on s'en tient à l'expérience des Etats-Unis. La négociabilité des fonds d'investissement de valeurs au Canada se verrait aidée cependant par la pratique des commissaires provinciaux de valeurs de permettre aux émetteurs d'indiquer les valeurs d'évaluation appréciée des investissements de valeurs immobilières, dans le texte de leur prospectus.

Le point difficile est de savoir si les fonds d'investissement immobilier intermédiaires peuvent être commercialisés. La réponse dépend de l'exactitude de nos observations sur la structure de taux inférieurs sur le marché des prêts

¹⁰ Prévisions par la Société centrale d'hypothèques et de logement, citées par J. V. Poapst, (Notes for Remarks to the Second Conference on Mortgage Investments for Trusteed and Pension Plans) Ottawa, le 9 décembre 1970.

intérimaires aussi bien que de notre estimation de l'importance relativement plus restreinte du marché. Le *Tableau 5-9* illustre les taux d'intérêt des prêts à la construction et à l'aménagement tels qu'ils sont établis dans les portefeuilles initiaux d'un certain nombre de trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis offerts au public en 1969 et 1970. Le *Tableau 5-1* indiquait que les niveaux actuels des taux d'intérêt bancaires au Canada, dans le cas des prêts intérimaires, étaient plus bas, d'une marge significative. Les gains d'un fonds d'investissement immobilier ne seraient pas attrayants pour les investisseurs en présence d'un portefeuille de prêts intérimaires réunis à partir de prêts placés au niveau actuel des taux d'intérêt que les banques exigent des bons entrepreneurs. Si un portefeuille était offert à un taux qui se situait entre 1-1/8% et 2 1/2 % au-dessus du taux de base actuel de 6 1/2 %, les gains bruts qu'il engendrerait se verraient réduits des honoraires de conseiller, au chiffre de 1% à 1 1/2 %. L'effet spéculatif accru ne produirait pas une dispersion significative à ces taux. Cela signifierait que le fonds d'investissement immobilier ne pourrait pas se vendre face aux rendements des obligations des sociétés d'aujourd'hui à 8 1/2 % et au rendement approximatif de 8% du M Fund. Il serait peut-être possible, moyennant une gestion avisée de traiter avec des entrepreneurs plus faibles afin de gagner des taux plus élevés. Mais toutes souscriptions initiales élevées seraient difficiles si l'on savait que les emprunteurs avaient une cote de solvabilité faible. Malgré tout, un fonds d'investissement immobilier intérimaire canadien pourrait renforcer ses gains par l'entremise d'un recours prudent à l'effet spéculatif accru de la créance et en accordant des prêts d'attente à rendement plus élevé et, en accordant un financement intérimaire sans engagement ferme, bien que ces secteurs aient toujours été considérés comme des secteurs de risques plus élevés. Les prêts intérimaires pour la construction d'unités en copropriété pourraient également offrir des taux plus élevés. De plus, il pourrait y avoir un marché suffisant dans la gamme des taux de base plus 3%, comme l'a découvert une petite banque à charte que l'on a interviewée. Notre recherche à ce jour indique cependant, que les organisateurs qui veulent lancer des sociétés de financement intérimaire importantes, devront attendre que les taux intérimaires s'affermissent avant qu'ils puissent même songer à lancer un fonds d'investissement immobilier orienté vers les prêts intérimaires sur le marché public.

III. NÉCESSITÉ DU TRAITEMENT FISCAL DE CANALISATEUR

Le traitement fiscal total de canalisateur serait critique pour le fonds d'investissement immobilier canadien. Les trusts d'investissement immobilier se sont développés avec succès aux Etats-Unis comme des sociétés de rendement. Au Canada, il faudrait que les dividendes des fonds d'investissement immobilier se comparent favorablement avec les rendements d'autres titres à revenu fixe négociables, particulièrement les obligations de sociétés canadiennes. Il faudrait également que les dividendes des fonds d'investissement immobilier se comparent favorablement avec les rendements du Royal Trust M Fund.

Le *Tableau 5-10* établit une comparaison des taux de rendement en vertu de la Loi fiscale actuelle à l'investissement dans un fonds d'investissement immobilier qui paie le plein montant de l'impôt des sociétés, un fonds d'in-

Tableau 5-9

RENDEMENTS INITIAUX DE PORTEFEUILLE INDIQUÉS DE CERTAINS TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

<i>Date d'émission</i>	<i>Nom*</i>	<i>Rendement moyen des prêts à la construction et à l'aménagement</i>	<i>Gamme des rendements des prêts à la construction et à l'aménagement</i>	<i>Rendement d'hypothèques à long terme</i>	<i>Gamme des rendements des hypothèques à long terme</i>	<i>Présence d'allègement de participation pour les prêts hypothécaires à long terme</i>	<i>Rendement estimatif brut total à l'émission</i>
16 sept. 1969	Diversified Mortgage Investors (LTM)	9,04	8,0-10,0	aucun	—	—	9,04%
6 nov. 1969	Hubbard Real Estate Investors (E)	aucun	N/A	N/A	7¼-7½ %	non	7¼-7½ %
3 fév. 1970	Wachovia Realty Investments (STM)	10,93	9,5-14,5	aucun	—	—	10,93
18 fév. 1970	Continental Mortgage Investors (STM)	9,4	N/A	12,9	—	—	9,4
17 mars 1970	Connecticut General Mortgage & Realty Investments (LTM)	N/A	9%-14,0	N/A	9¾-14,0	oui	N/A
14 avr. 1970	MONY Mortgage Investors (LTM)	N/A	10,0-12,0	aucun	—	—	N/A
30 juin 1970	Wells Fargo Mortgage Inv. (STM)	N/A	9,0-18,0	aucun	—	—	N/A
14 juil. 1970	Bank America Realty Investors (E)	9½	9-10	aucun	—	—	9½
26 août 1970	First of Denver Mortgage Inv. (STM)	12,38	9,0-13,0	aucun	—	—	12,38
29 sept. 1970	Citizens & Southern Realty Inv. (STM)	N/A	10,0-11,64	N/A	9%-13	oui	N/A
1 oct. 1970	BT Mortgage Investors (LTM.E.STM)	12,00(E)	12,58	11,87	10,3-14,4	oui	12,29
6 oct. 1970	Mass Mutual Mortgage and Realty Investors (LTM)	N/A	10,5	N/A	9,5-14,0	—	N/A
29 oct. 1970	The Equitable Life Mortgage & Realty Investors (LTM)	N/A	13,5	—	—	—	—
29 oct. 1970	First Mortgage Investors (STM)	8,98	10,0-	aucun	—	—	8,98
17 déc. 1970	PNB Mortgage and Realty Inv. (LTM)	9,31	15,0-8,62-	10,26	9,75-13,04	oui	N/A
21 janv. 1971	Clevetrust Realty Investors	N/A	9,00-12,00	N/A	10,0-11,0	oui	N/A

* Genre de trust d'investissement immobilier
 E trust de valeurs
 STM hypothèque à court terme
 LTM hypothèque à long terme

Clé
 E estimatif
 N/D non disponible

Source: prospectus des trusts d'investissement immobilier.

Tableau 5-10

EFFET DE L'IMPÔT SUR LE REVENU DES SOCIÉTÉS, SUR LE REVENU D'UN INVESTISSEUR DANS UN FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

	<i>Rapport de la créance à l'avoir</i>					
	<i>0/1</i>	<i>1/1</i>	<i>2/1</i>	<i>3/1</i>	<i>4/1</i>	<i>5/1</i>
Capital d'actionnaires	\$10.00	\$10.00	\$10.00	\$10.00	\$10.00	\$10.00
Capital de créances	—	10.00	20.00	30.00	40.00	50.00
Capital total	\$10.00	\$20.00	\$30.00	\$40.00	\$50.00	\$60.00
Rendement sur l'avoir à 10%	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Rendement sur les créances moyennant une dispersion de 3%	—	.30	.60	.90	1.20	1.50
RENDEMENT TOTAL	\$ 1.00	\$ 1.30	\$ 1.60	\$ 1.90	\$ 2.20	\$ 2.50
Dépenses, à 1,5% des investissements bruts	.15	.30	.45	.60	.75	.90
Revenu brut	\$.85	\$ 1.00	\$ 1.15	\$ 1.30	\$ 1.45	\$ 1.60
Taxe des sociétés à 53,4% *	.45	.53	.61	.69	.77	.85
REVENU NET	\$.40	\$.47	\$.54	\$.61	\$.68	\$.75
A. Comparaison du rendement d'un investissement calculé pour l'investisseur dans l'échelle marginale d'impôt sur le revenu de 35% (c.-à-d.: gagnant de \$10 000 à \$12 000 par année).						
(i) Rendement de l'investissement lorsque le fonds d'investissement immobilier est sujet à l'impôt total	\$.40	\$.47	\$.54	\$.61	\$.68	\$.75
Revenu du fonds d'investissement immobilier disponible pour la répartition.	.14	.16	.19	.21	.24	.26
Moins impôt personnel à 35%	\$.26	\$.31	\$.35	\$.40	\$.44	\$.49
Plus dégrèvement fiscal des dividendes de 20%	.08	.09	.11	.12	.13	.15
Revenu de l'investisseur après tous les impôts	\$.34	\$.40	\$.46	\$.52	\$.57	\$.64
Rendement de l'investissement, comme pourcentage	3.4%	4.0%	4.6%	5.2%	5.7%	6.4%
(ii) Rendement de l'investissement lorsque le fonds d'investissement immobilier jouit du plein traitement fiscal de canalisateur						
Revenu du fonds d'investissement immobilier disponible pour la répartition	\$.85	\$ 1.00	\$ 1.15	\$ 1.30	\$ 1.45	\$ 1.60
Moins impôt personnel à 35%	.29	.35	.40	.45	.51	.56
Revenu de l'investisseur après tous les impôts	\$.56	\$.65	\$.75	\$.85	\$.94	\$ 1.04
Rendement de l'investissement comme pourcentage	5.6%	6.5%	7.5%	8.5%	9.4%	10.4%
(iii) Rendement de l'investissement dans une obligation de société à 8½ %						
Revenu intérêt	\$.85					
Moins impôt personnel à 35%	.29					
Revenu de l'investisseur après tous les impôts	\$.56					
Rendement de l'investissement, comme pourcentage	5.6%					

	0/1	1/1	2/1	3/1	4/1	5/1
B. Comparaison du rendement d'un investissement calculé pour l'investisseur dans l'échelle marginale d'impôt sur le revenu de 50% (c.-à-d.: gagnant de \$24 000 à \$40 000 par année)						
(i) Rendement d'un investissement comme pourcentage lorsque le fonds d'investissement immobilier est sujet à l'impôt total						
Revenu du fonds d'investissement immobilier disponible pour la répartition	\$.40	\$.47	\$.54	\$.61	\$.68	\$.75
Moins impôt personnel à 50%	.20	.23	.27	.30	.34	.37
Plus dégrèvement fiscal des dividendes de 20%	\$.20	\$.24	\$.27	\$.31	\$.34	\$.38
Revenu de l'investisseur après les impôts	<u>.08</u>	<u>.09</u>	<u>.11</u>	<u>.12</u>	<u>.13</u>	<u>.15</u>
Rendement d'un investissement comme pourcentage	<u>2.8%</u>	<u>3.3%</u>	<u>3.8%</u>	<u>4.3%</u>	<u>4.7%</u>	<u>5.3%</u>
(ii) Rendement de l'investissement comme pourcentage lorsque celui-ci jouit du plein traitement fiscal de canalisateur						
Revenu du fonds d'investissement immobilier disponible pour la répartition	\$.85	\$ 1.00	\$ 1.15	\$ 1.30	\$ 1.45	\$ 1.60
Moins impôt personnel à 50%	.43	.50	.57	.65	.72	.80
Revenu de l'investisseur après tous les impôts	<u>.42</u>	<u>.50</u>	<u>.58</u>	<u>.65</u>	<u>.73</u>	<u>.80</u>
Rendement d'un investissement comme pourcentage	<u>4.2%</u>	<u>5.0%</u>	<u>5.8%</u>	<u>6.5%</u>	<u>7.3%</u>	<u>8.0%</u>
(iii) Rendement d'un investissement dans une obligation de société à 8½ %						
Revenu intérêt	\$.85					
Moins impôt personnel à 50%	.43					
Revenu de l'investisseur après tous les impôts	<u>.42</u>					
Rendement d'un investissement comme pourcentage	<u>4.2%</u>					

* Le taux fiscal pour les corporations de l'Ontario est de 53,4%.

vestissement immobilier qui ne paie pas l'impôt des sociétés, et une obligation de société ayant un rendement de 8½ %. Les chiffres comparatifs sont indiqués pour deux investisseurs: un dans l'échelle marginale d'impôt de 50%. En faisant les calculs, on a admis hypothétiquement qu'un fonds d'investissement immobilier canadien pourrait gagner un revenu brut de 10% sur des investissements et une diffusion de 3% sur les fonds sujets à l'effet spéculatif accru. On a de plus admis hypothétiquement que si les fonds d'investissement immobilier jouissaient du traitement fiscal de canalisateur, un actionnaire n'aurait pas droit à la déduction fiscale de 20% sur les dividendes. Il est évident d'après le Tableau, que les fonds d'investissement immobilier ne sont pas concurrentiels sans le traitement fiscal de canalisateur et que les fonds d'investissement immobilier comme investissements sont plus attrayants à mesure que l'effet spéculatif accru augmente.¹¹

Certains critiques ont prétendu que les fonds d'investissement immobilier pourraient être de l'entreprise s'ils étaient entièrement imposables en retenant leurs gains et en les utilisant pour leur expansion. Si la chose se produisait, la négociation d'actions d'un fonds d'investissement immobilier ne serait pas fondée sur le rendement; plutôt, leurs actions seraient tenues pour des actions ordinaires tout simplement. Les fonds d'investissement immobilier seraient alors tout simplement devenus des compagnies de financement spécialisées en hypothèques, s'il agissait de fonds d'investissement immobilier sur hypothèque ou, des compagnies d'investissement immobilier s'il s'agissait de fonds d'investissement immobilier de valeurs. Ce n'est pas ainsi cependant, que l'industrie a réussi à se développer avec succès aux Etats-Unis. En fait, l'industrie du trust d'investissement immobilier des Etats-Unis s'éteignait déjà avant 1960; il ne restait plus que quelques trusts d'investissement immobilier de valeurs et ils ont réussi à survivre seulement en distribuant le revenu liquide.

IV. UNE SOCIÉTÉ PAR OPPOSITION AU TRUST

Dans la structuration d'un fonds d'investissement immobilier canadien, il ne semble pas y avoir de raison pour laquelle on changerait de façon significative les caractéristiques et les attributs fondamentaux du trust d'investissement immobilier du genre américain. Au fait, plus la nature générale de l'établissement canadien projeté se rapprochera du trust d'investissement immobilier américain qui a connu un grand succès, plus on s'assurera que la réaction des investisseurs canadiens sera favorable, compte tenu du précédent américain. La principale différence recommandée est que le fonds d'investissement immobilier devrait pouvoir choisir la forme de la société aussi bien que la forme du trust.

Il y a certain nombre de raisons qui favorisent la formule de la société par opposition à la formule du trust. D'abord, le droit visant la société est

¹¹ En présence d'un certain actif, on peut s'attendre que la diffusion des fonds sujets à l'effet spéculatif accru serait inférieure à des niveaux élevés d'effet spéculatif accru en raison du risque plus élevé et partant de frais plus élevés pour les détenteurs de créance. L'importance du statut de canalisateur en ce qui concerne la fiscalité, pour ce qui est de la rentabilité des fonds d'investissement immobilier, est sousestimée dans l'exemple. (auteur).

considérablement plus vaste que celui du trust, au Canada. Cette situation existe aux Etats-Unis également où la forme du trust aux fins de l'investissement immobilier est tenue pour un anachronisme. Ci-après, un extrait de la correspondance sur le sujet, avec un avocat de marque en matière de titres d'un trust d'investissement immobilier, aux Etats-Unis:

Vous m'avez demandé de faire mes commentaires en ce qui concerne le recours à la corporation plutôt qu'au trust comme formule pour réaliser les avantages dont jouissent les trusts d'investissement immobilier aux termes des articles 856, 857 et 858 du code du revenu interne (IRC) des Etats-Unis, de 1954, tel que modifié. Je suis en faveur qu'on permette aux corporations aussi bien qu'aux trusts d'être admissibles à ces bénéfices fiscaux.

La limite d'admissibilité à "un trust non incorporé ou à une association non incorporée . . .", dont l'article (a) fait état, est attribuable plus à la nature des entreprises qui font les couloirs en vue d'une législation plutôt qu'une question d'objectifs statutaires. Nous avons aux Etats-Unis, particulièrement au Massachussets, un certain nombre de trusts d'affaires qui se livrent aux investissements immobiliers, lesquels ont été formés au cours du 19ième siècle alors que les corporations n'étaient pas autorisées à détenir des immeubles aux fins d'investissement. Ces trusts n'étaient généralement pas assujettis à la loi fédérale sur l'impôt sur le revenu avant 1930, alors que les décisions dans un groupe de cas, dont le plus éminent est celui de *Morrissey contra Commissioner* (296 U.S. 344, 1935), ont admis les ressemblances entre ces trusts et les corporations d'affaires ordinaires, et ont maintenu que les trusts étaient imposables comme les corporations. Les dispositions susmentionnées, qui ont été promulguées en 1960, sont en partie le résultat des efforts de représentation que ces anciens trusts ont faits en vue de revenir à leur statut antérieur au point de vue fiscal.

La seule raison dont j'ai eu connaissance en ce qui concerne les exigences établies à l'article 856, est que les fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier seraient plus fortement impliqués dans la gestion des affaires du trust que les directeurs d'une corporation. En fait, la norme qu'il faut appliquer n'a jamais été nettement articulée, et le fait que le tribunal n'était pas familier dans la plupart des juridictions de ce pays avec les trusts d'affaires, ne permet pas de suggérer à un client qui est un fiduciaire d'un trust d'investissement immobilier, la norme qu'il faut appliquer dans sa conduite. Les actes gouvernementaux en ce qui concerne les trusts d'investissement immobilier sont ordinairement rédigés afin d'établir précisément une norme d'implication qui ne dépasse pas celle qui est imposée par le statut aux directeurs des sociétés, et la plupart des avocats, je crois, conseillent à leurs clients de régler leur activité selon la norme applicable au directeur d'une corporation. A tout événement, le devoir d'implication imposé en ce pays aux directeurs des corporations est maintenant tellement fort qu'il m'est difficile de croire, quels que soient les faits, qu'un tribunal exigerait davantage des fiduciaires d'un trust d'affaires que des directeurs d'une corporation.

Tout à fait en dehors du fait que la formule du trust n'a pas su imposer une norme plus rigoureuse d'implication des personnes chargées de la gestion de l'actif d'un trust immobilier, la formule en question comporte un point faible important qui place le trust dans une position très désavantageuse vis-à-vis de ses actionnaires publics. Contrairement aux actionnaires d'une corporation, les actionnaires d'un trust, au moins aux Etats-Unis, ne sont pas exempts de responsabilité en ce qui concerne toute réclamation à l'endroit du trust lui-même. Les états américains reconnaissent la responsabilité limitée des actionnaires des corporations organisées dans les autres états aussi bien que dans leur propre état. Une telle courtoisie parmi les juridictions n'existe pas cependant, en ce qui concerne la responsabilité des actionnaires de trusts d'affaires. Comme résultat, même si plusieurs états ont

adopté des lois au cours de ces dernières années relevant spécifiquement les actionnaires d'un trust d'investissement immobilier de leur responsabilité, ces statuts ne sont d'aucune application en dehors des juridictions qui les ont adoptés, de sorte que, même si un trust est organisé dans une juridiction face à un tel statut, ses actionnaires ne peuvent pas être assurés d'exemption de responsabilité en ce qui concerne les réclamations qui pourraient survenir en dehors de la juridiction de leur organisation.

Même au Massachussets, qui jouit d'une longue tradition dans le domaine des trusts d'affaires, les actionnaires peuvent être assurés d'une exemption de responsabilité seulement en ce qui concerne les réclamations de contrat fondées sur un contrat où la libération des actionnaires de leur responsabilité est spécifiquement reconnue. En ce qui concerne les préjudices et d'autres réclamations, la responsabilité des actionnaires au Massachussets dépend du degré de contrôle que les actionnaires exercent sur la conduite des affaires du trust, et un conseiller juridique du Massachussets trouve qu'il est difficile de déterminer avec précision à quel point de contrôle cette responsabilité sera liante. Il en résulte qu'en limitant le degré de contrôle des actionnaires afin de limiter l'exposition des actionnaires à une telle responsabilité, les actionnaires se voient priver de l'occasion de voter sur des questions qui sont habituellement soumises aux actionnaires d'une corporation d'affaires.

Je crois que l'incertitude du droit dans les questions susmentionnées milite en faveur d'accorder les avantages offerts par les articles 856, 857 et 858 de notre Internal Revenue Code aux corporations aussi bien qu'aux associations non incorporées.

Au Canada, le droit visant les trusts est encore moins élaboré qu'aux Etats-Unis où le trust d'affaires du Massachussets constituait une méthode très commune d'organisation des entreprises non incorporées à la fin du siècle dernier et au début du 20^{ième} siècle. De plus, il y a des problèmes de droit visant les trusts qui sont particuliers au code civil de la province de Québec. Tous les trusts canadiens ont une durée limitée et les trusts d'affaires de l'Ontario en particulier, ont une durée limitée de 21 ans. De plus, le trust comme formule pourrait imposer des problèmes juridiques distinctifs aux actionnaires, aux créanciers et aux fiduciaires. (Pour une discussion détaillée de ces questions, voir chapitre 6).

Alors qu'il ne serait pas impossible de souscrire une émission d'un fonds d'investissement immobilier sous forme de trust, la chose serait considérablement plus difficile que sous la forme d'une société parce qu'elle est moins bien connue du public investisseur.

Chapitre 6

Le fonds d'investissement immobilier — aspects hors fisc

par J. S. Peterson

Pour que le fonds d'investissement immobilier ait un impact significatif sur le financement au Canada, il doit se conformer à de nombreuses exigences que le présent chapitre résume, et par la suite, il compare les options primaires des formules légales qui pourraient servir à l'intention des fonds d'investissement immobilier.

I. EXIGENCES D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Un fonds d'investissement immobilier doit être une formule intermédiaire qui retirera pour tous les investisseurs, indépendamment de leurs capacités ou connaissances financières, les empêchements qui existent actuellement en vue de l'investissement dans les hypothèques et l'immeuble au Canada. Pour atteindre cet objectif, il semblerait qu'au minimum, il faudrait satisfaire les conditions suivantes.

1. *Le fonds comme canalisateur*

Une condition *sine qua non* d'un fonds d'investissement immobilier veut que l'investisseur qui investit indirectement dans les hypothèques et l'immeuble par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier, soit assujéti à l'impôt de la même manière que si ces investissements avaient été faits directement sans l'intermédiaire d'un fonds d'investissement immobilier. En d'autres mots, il doit exister une équivalence fiscale pratique entre l'investissement direct et indirect; l'investisseur devrait payer l'impôt à son taux personnel sur sa part proportionnelle des gains obtenus par l'établissement intermédiaire. Ainsi, le revenu doit passer par l'établissement, aux fins de l'impôt, comme si celui-ci était tout simplement un canalisateur.

2. *Nature des investissements*

Aux Etats-Unis, il y a trois catégories de trusts d'investissement immobilier telles qu'elles sont déterminées par leurs investissements, nommément l'hypothèque, les valeurs, et les trusts d'investissement immobilier hybrides. Les premiers trusts investissent totalement dans les hypothèques alors que les

seconds investissent dans la propriété directe d'avoir immobilier, et les troisièmes, dans une combinaison des deux. Pour encourager un mouvement maximal de fonds, il est désirable que les décisions d'affaires ne soient pas généralement entravées et qu'il soit permis aux parrains des fonds de choisir les investissements à partir d'une variété d'options. En conséquence, l'établissement doit être en mesure de faire l'un quelconque des genres d'investissement susmentionnés.

3. Propriété

Afin de maximiser ses ressources, il est désirable que la propriété d'un fonds d'investissement immobilier soit disponible à tous les investisseurs, domestiques et étrangers y compris les particuliers, les corporations, les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie, les sociétés de prêt et les caisses de retraite.

4. Mise en commun des ressources

Le fonds d'investissement immobilier doit accorder aux petits investisseurs la même faculté financière que les gros établissements ou les consortiums, de faire des investissements importants. On y arrive par la mise en commun de ressources financières provenant de nombreux investisseurs.

5. Diversification

La disponibilité de grandes ressources permettra une diversification des investissements, diffusant ainsi et minimisant les risques concomitants.

6. Compétence en investissement

Tous les investisseurs doivent pouvoir se prévaloir de la compétence d'experts pour l'évaluation des occasions d'investissement dans les hypothèques et l'immeuble. Un fonds d'investissement immobilier aura une telle compétence à sa disposition.

7. Liquidité

L'investisseur devrait être en mesure de réaliser facilement son investissement en rendant son avoir propre (c'est-à-dire, les actions ou les unités de droit d'usufruit dans un trust) facilement transférable sur le marché public. L'investisseur doit également pouvoir nantir son avoir comme garantie auprès de tiers.

8. Contrôle de l'investisseur

En choisissant de ne pas investir directement, l'investisseur se renie la plus grande partie du besoin de la prise de décision d'entrepreneur. Néanmoins, il doit avoir le droit d'exercer un certain degré de contrôle sur l'utilisation que l'on fait de ses fonds. Il peut y arriver par la nomination ou la surveillance de personnes chargées de l'investissement de ses fonds ou par une forme quelconque de participation directe à la prise de décision, telle qu'un droit de vote lors d'une réunion des actionnaires ou des détenteurs d'unités.

9. Protection de l'investisseur

L'investisseur doit être protégé de façon suffisante contre les pratiques ir-

régulières et incorrectes. Il doit également être suffisamment informé pour qu'il puisse prendre des décisions bien fondées en ce qui concerne son investissement. Il peut y arriver par une promulgation statutaire des dispositions de contrat, une surveillance administrative ou par un recours personnel par l'entremise d'un procès d'investisseur.

10. *Capitalisation*

Le fonds d'investissement immobilier devrait être libre de mobiliser le capital d'un certain nombre de manières, y compris les émissions publiques et les placements privés de valeurs et de créances, que ces dernières soient garanties ou non.

11. *Durée*

Il est désirable que le fonds d'investissement immobilier soit constitué à perpétuité par opposition à une durée limitée.

12. *Responsabilité limitée*

La responsabilité des investisseurs en cas de perte, devrait être limitée au montant impayé de leurs actions ou unités.

13. *Acceptabilité de l'investisseur*

Bien qu'il sera plus facile d'accepter un investisseur en présence des conditions susmentionnées qui sont satisfaites, il est désirable que la nature des opérations du fonds d'investissement immobilier soit connue du public investisseur. Il doit également être une forme d'investissement que l'investisseur peut facilement comparer à d'autres formes d'investissement, dans le contexte de la sécurité et du revenu net d'investissement.

II. AUTRES FORMULES JURIDIQUES

La présente étude englobe quatre formules possibles de fonds d'investissement immobilier: la société en nom collectif, le syndicat, le trust et la corporation. On insiste davantage sur le trust et la corporation. La formule de la corporation ou société, comme nous le verrons, présente des avantages sur le trust, mais le recours à l'une ou à l'autre de ces formules n'est pas mutuellement exclusive.

1. *Association en nom collectif*

a) Définition

On a défini une association en nom collectif comme suit:

"le rapport qui existe entre des personnes liées dans une entreprise en vue d'en tirer des profits".¹

Les ingrédients nécessaires sont donc triples:

- (i) un commerce
- (ii) deux personnes ou plus qui se livrent à un commerce
- (iii) une motivation vers les profits de la part de ces personnes.² Cette défini-

¹ The Partnership Act, c. 288, R.S.O. 1960, s. 2.

² Voir *Lindley on partnership*, 12th ed., London, 1962, p. 11.

tion ne couvre pas cependant les rapports qui existent entre les membres d'une corporation.³

Une jurisprudence énorme a été publiée sur la question de savoir si, en fait, une société en nom collectif existe. Une discussion détaillée n'est pas nécessaire à nos fins, étant donné, tel qu'il est indiqué ci-après, qu'une société en nom collectif ne constituerait pas une formule appropriée pour le fonds d'investissement immobilier.

b) Désavantages

Les principaux désavantages d'une société en nom collectif s'établiraient comme suit:

(i) LIQUIDITÉ

Un avoir dans une société en nom collectif n'est pas facilement négociable au même sens qu'une unité de trust ou une action de société.

(ii) DURÉE

Sous réserve d'une entente contraire entre les associés, une société en nom collectif est dissoute par l'avis donné par un associé de son intention de dissoudre la société en nom collectif⁴ ou par la mort ou l'insolvabilité d'un associé.⁵ De plus, si un associé permet que sa part de la société soit grevée à cause d'une créance personnelle, la société en nom collectif peut être dissoute, ou choix des autres associés.

(iii) RESPONSABILITÉ LIMITÉE

Les associés d'une société en nom collectif ordinaire partagent une responsabilité illimitée en ce qui concerne les créances de la société. Il est possible cependant, d'établir une société limitée en nom collectif en vertu de laquelle la responsabilité des associés peut être limitée, à condition qu'il y ait au moins un associé général dont la responsabilité est illimitée.⁷

(iv) PROPRIÉTÉ DE LA SOCIÉTÉ EN NOM COLLECTIF

Parce que les associés seraient chacun détenteur d'une action illimitée dans la propriété d'une société en nom collectif, la propriété en nom collectif pourrait être vulnérable. Par exemple, les créanciers des associés pourraient instituer des procédures contre la propriété, forçant peut-être une liquidation, ou encore, une épouse pourrait réclamer le douaire ou encore une communauté de propriété.

(v) EXPLOITATION

L'existence et le fonctionnement d'une société en nom collectif dépend d'abord de l'entente entre les associés moyennant une réglementation limitée par statut ou par une application de droit. En conséquence, les complexités légales inhérentes à la protection des droits et des responsabilités des associés, sont beaucoup plus grandes que dans les cas (tels que les corporations) où

³ The Partnership Act, s. 2.

⁴ *Ibid.*, S 32C.

⁵ *Ibid.*, S 33A.

⁶ *Ibid.*, S 33 (b).

⁷ The Limited Partnership Act, c. 215, R.S.O. 1960.

ces questions tombent sous le coup de statuts ou d'une jurisprudence bien établie.

c) Conclusions

En raison de la durée ténue d'une société en nom collectif, du besoin de responsabilité pour au moins un associé, de la vulnérabilité de la propriété de la société et des limites imposées sur le transfert des actions, il est évident que la formule de la société en nom collectif ne convient pas à un fonds d'investissement immobilier pour la conduite d'opérations étendues d'investissement par un grand nombre d'associés. Lorsqu'il existe cependant, un nombre restreint d'investisseurs (peut-être deux ou trois) et un nombre limité d'investissements, une société en nom collectif pourrait être une formule pratique et facile à gérer. Dans ces circonstances cependant, une société en nom collectif serait tout simplement une autre forme d'investissement direct.

2. *Syndicat financier*

Un syndicat financier n'a pas de signification particulière en droit; mais dans un sens commercial, il s'agit d'une association de personnes non incorporée, formée aux fins d'entreprendre des transactions précises, souvent dans le domaine de l'achat, de la production et de la vente d'immeubles. Une de ses fonctions consiste à atteindre un objectif en mettant en commun des ressources qu'un membre particulier n'est pas en mesure de fournir ni disposé à le faire. Un syndicat financier peut être ou ne pas être une association; mais même quand il ne l'est pas, il partage plusieurs des caractéristiques d'une société en nom collectif.⁸

Un syndicat financier ne serait pas une formule appropriée pour le fonds d'investissement immobilier parce qu'il serait sujet aux limites d'une société en nom collectif même s'il n'est pas classifié ainsi, strictement parlant. A tout événement, l'expression *syndicat financier* laisse entendre généralement une transaction ou une entreprise unique ou isolée. Le fonds d'investissement immobilier doit pouvoir faire un grand nombre d'investissements au moyen de fonds provenant de nombreux investisseurs variés et qui changent constamment.

Ayant rejeté la société en nom collectif et le syndicat financier comme formule appropriée pour des raisons de fiscalité, il reste à analyser en profondeur les formules du trust et de la société (trust d'investissement immobilier et société d'investissement immobilier, respectivement).

3. *Trust (fiducie)*

a) Description

Modern Equity de Nansbury offre le commentaire suivant sur la définition d'un trust (fiducie) :

⁸ *Tyser versus Shipowners Syndicate*, (1966) I.Q.B. 135; *Canadian Bank of Commerce v. Patricia Syndicate*, (1923), 25 O.W.N. 304; et *Wearmouth v. MacPherson*, (1936) 1 W.W.R. 623.

“Many attempts have been made to define a trust, but none of them has been wholly successful . . . it is better to describe than to define a trust . . .”⁹

La Commission Carter a décrit un trust de la façon suivante:

“D’une façon générale, il y a fiducie lorsque des biens sont transportés à une personne, le fiduciaire, qui, en acceptant sa charge, s’engage à les détenir au profit de bénéficiaires. Le fiduciaire détient les titres de propriété dans les biens en fiducie, et a habituellement certains pouvoirs de gestion sur ces biens, mais le revenu et le capital ou la “masse” des biens en fiducie, seront en définitive distribués aux bénéficiaires conformément aux stipulations de l’acte de fiducie.”¹⁰

La description susmentionnée indique qu’il y a généralement cinq caractéristiques essentielles d’un trust: un disposant, un fiduciaire, une propriété en fiducie, un bénéficiaire et des conditions de fiducie.

(i) DISPOSANT

Un disposant est une personne qui dispose d’une propriété (y compris du comptant) à l’intention d’un fiduciaire. Dans le cas d’un trust d’investissement immobilier, le disposant serait l’investisseur — par exemple, une caisse de retraite. Le disposant serait également, dans la plupart des cas, le bénéficiaire original.

(ii) LE FIDUCIAIRE

Un fiduciaire peut être un particulier ou une corporation et il peut y avoir plus d’un fiduciaire, et dans ce cas, les fiduciaires seront responsables collectivement et conjointement de l’exécution des obligations du trust.

(iii) LE BÉNÉFICIAIRE

Le bénéficiaire est la personne pour qui le fiduciaire détient les propriétés en fiducie. Dans la plupart des cas qui impliquent le trust d’investissement immobilier, le bénéficiaire sera le disposant ou une personne à qui le disposant a transporté les biens. Aux fins de la présente étude, on assume que le disposant et le bénéficiaire sont la même personne.

On émettrait au bénéficiaire une unité dans le trust qui serait une preuve de son titre équitable à sa part indivise au pro rata dans toute la propriété en fiducie. Le détenteur d’unité pourrait se prévaloir de son droit selon les conditions du trust dans une poursuite contre les fiduciaires.

(iv) PROPRIÉTÉ EN FIDUCIE

Les montants payés aux fiduciaires par l’investisseur constituent la propriété en fiducie et les fiduciaires doivent les traiter selon les conditions de l’entente fiduciaire. Tous les placements que les fiduciaires font de ces fonds, deviennent aussi une propriété en fiducie tout comme le deviennent les recettes provenant de la vente de ces investissements. La propriété en fiducie fait l’objet des conditions d’un accord de fiducie. Le fiduciaire est le propriétaire

⁹ (Traduction) On a tenté à plusieurs reprises de définir un trust mais aucune définition n’a été totalement satisfaisante. Il vaut mieux décrire que définir un trust . . .”
H. G. Hansbury, *Modern Equity*, 9th ed. (London: Stevens and Sons Ltd., 1969), p. 85.

¹⁰ Rapport de la Commission royale sur la fiscalité (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1966), vol. 4, p. 149.

du titre ou le propriétaire légal, et l'actionnaire est le propriétaire en usufruit de la propriété en fiducie.

(v) ACCORD DE FIDUCIE

Bien qu'un trust puisse exister simplement par l'application de la loi sans qu'il y ait nécessité d'avoir recours à un accord écrit, tous les trusts d'investissement immobilier doivent être créés en vertu d'un accord ou d'un acte de fiducie écrit. L'accord de fiducie est un contrat légal entre le fiduciaire et un détenteur d'unité stipulant les conditions en vertu desquelles le règlement de la propriété en fiducie se fera vis-à-vis du fiduciaire. Les éléments essentiels comportent le montant des fonds que l'investisseur a payé au fiduciaire, le pouvoir du fiduciaire de traiter avec ces fonds et les conditions en vertu desquelles le fiduciaire doit rendre compte à l'investisseur tant en ce qui concerne le revenu tiré de la propriété en fiducie que de la propriété en fiducie elle-même.

b) Genres de trust

Comme nombre d'autorités l'ont signalé, le trust "est un dispositif très souple et a été appliqué à de nombreuses fins. Tel qu'il fut appliqué à certaines de ces fins, il est devenu un établissement hautement spécialisé".¹¹ En raison de cette multiplicité de fonctions, des différentes manières suivant lesquelles ces trusts peuvent se présenter, et des nombreuses manières suivant lesquelles les fiduciaires peuvent être autorisés à s'acquitter de leurs fonctions, diverses classifications de trusts se sont présentées. Il est approprié d'établir des catégories de trust primordialement suivant leurs fonctions ou fins. A ce sujet, on a choisi les six catégories suivantes.¹²

(i) FONDS TESTAMENTAIRES

Ces fonds sont créés par le testament du défunt. Les exigences habituelles veulent que le fiduciaire détienne l'actif, en paie le revenu à l'épouse pour la vie et en distribue l'actif aux enfants.

(ii) FONDS FIDUCIAIRE EN COMMUN

Lorsque les sociétés de fiducie (trusts) tiennent lieu de fiduciaire pour de petites successions, elles peuvent mettre les actifs de plusieurs successions en commun. Cette fonction de mise en commun, semblable à celle qui est requise pour un trust d'investissement immobilier peut constituer un moyen suffisant de "prévoir des bénéfices pour des trusts particuliers que les trusts ne pourraient pas obtenir autrement: par exemple, une plus vaste participation aux obligations ou au marché, des rendements plus élevés, aucuns frais de courtage, une diversification et une grande liquidité."¹³

(iii) FONDS PERSONNELS

Ces fonds comprennent les règlements de mariage, les règlements de divorce,

¹¹ A. W. Scott, *The Law of Trusts*, Volume 1, 2nd ed., (Boston-Toronto: Little, Brown and Co., 1956), p. 35.

¹² A remarquer que ce sont-là les classifications utilisées par l'Association des sociétés de fiducie du Canada dans ses mémoires sur les propositions de réforme fiscale du Livre Blanc, soumis au comité permanent de la chambre des Communes sur les finances, le commerce et les affaires économiques, le 9 juin 1970 no 58, page 126.

¹³ *Ibid.*, p. 157.

et les fonds en fidéicomis pour la protection des enfants ou des invalides. Leur but peut inclure une minimisation fiscale par une planification du patrimoine, et en assurance la mise en oeuvre des désirs du disposant vis-à-vis des autres personnes.

(iv) FONDS COMMERCIAUX PERSONNELS

Ces fonds comprennent des accords d'achat — vente en association et des fonds de vente d'affaires. Ils diffèrent des fonds personnels ordinaires en ce que leur objectif primaire est commercial.

(v) FONDS COMMERCIAUX AYANT DES OBJECTIFS PERSONNELS

Ceux-ci comprennent les caisses de retraite gérées en fiducie, les trusts de bénéfices d'employés, les trusts de partage de bénéfices et les régimes d'épargne-retraite enregistrés. Ils ont un but personnel distinct de leur objectif commercial.

(vi) FONDS COMMERCIAUX

Ceux-ci comprennent les fonds de société en vertu d'une entente de financement sur obligation, les trusts de fonds d'investissement, les trusts d'unités, les fonds de sociétés de participation et les contrats de dépôt d'actions. Ils sont constitués pour l'exécution de fonctions commerciales qui peuvent être entreprises par le moyen d'une association en nom collectif, sauf que le trust est plus commode. En raison de l'obligation d'un fiduciaire et de la possibilité d'une responsabilité limitée, il y a une plus grande protection qu'en vertu de l'accord d'association en nom collectif mais sans la rigidité, les dépenses, les complexités ni les désavantages fiscaux d'une compagnie ou société. Les fonds commerciaux peuvent donc être extrêmement utiles pour des transactions dont le but est limité.

c) Trust d'investissement immobilier

Un trust d'investissement immobilier combinerait les caractéristiques d'un certain nombre des genres susmentionnés de trusts. Une de ces principales fonctions consiste réunir des fonds de nombreuses sources, accordant ainsi aux petits investisseurs tous les avantages dont le gros investisseur peut se prévaloir. De plus, le trust d'investissement immobilier serait un trust d'affaires courant au sens que son but serait commercial. Contrairement à nombre de trusts d'affaires cependant, il serait constitué pour une transaction unique ou un nombre limité de transactions; il existerait plutôt pour une période aussi longue que possible et il entreprendrait nombre de transactions. De plus, il n'exploiterait pas un commerce, dans un sens du terme, mais investirait et réinvestirait dans des hypothèques et dans des valeurs immobilières.

d) Evaluation de la formule du trust

(i) CRÉATION

Un trust d'investissement immobilier serait créé par un acte de fiducie qui constituerait un accord entre les fiduciaires et les actionnaires. Etant donné qu'il n'existe pas de statut qui régit la totalité des droits et des obligations des fiduciaires et des actionnaires, l'acte de fiducie serait conséquemment extrêmement long et compliqué. Cela peut augmenter considérablement le coût d'érection d'un trust d'investissement immobilier, créer de l'incertitude

là où l'acte de fiducie n'est pas explicite, et créer des difficultés indues en présence d'omissions. Le succès du trust d'investissement immobilier aux Etats-Unis cependant, indique que les problèmes susmentionnés ne sont pas insurmontables, et que l'on peut se prévaloir de leur expérience considérable tant des points de vue pratique que légal pour minimiser les problèmes.

(ii) RESPONSABILITÉ LIMITÉE

Tel que mentionné, les membres d'une société en nom collectif peuvent être sujets à une responsabilité illimitée pour les créances de l'association. Il se présente une question difficile, à savoir si les personnes qui sont en affaires, sont en fait des associés en nom collectif. Les membres d'une corporation ne peuvent pas, d'après le statut, constituer une société en nom collectif mais les détenteurs d'unités d'un trust peuvent le faire.

La question de savoir s'il existe une société en nom collectif est une question difficile au point de vue légal et elle dépendra des circonstances particulières à chaque cas. Il n'y a aucun doute que les détenteurs d'unités d'un trust d'investissement immobilier partageraient ses profits au pro rata; et bien que ce facteur ne soit pas concluant, il est généralement le facteur le plus important.¹⁴ En raison de la complexité de cette question, on ne se propose pas de l'examiner à fond; nous soulignerons tout simplement la possibilité que les investisseurs dans un trust pourraient être traités comme des sociétaires en nom collectif, avec tous les désavantages concomitants, tels que la responsabilité illimitée.

La difficulté susmentionnée peut être mitigée dans une certaine mesure en établissant dans l'acte de fiducie une responsabilité limitée des fiduciaires et des détenteurs d'unités, les uns vis-à-vis des autres et vis-à-vis des tiers. Bien que cette limite de responsabilité puisse être efficace entre les fiduciaires et les détenteurs d'unités, elle peut bien ne pas être toujours aussi efficace envers les tiers. Pour surmonter ces difficultés, les actes constitutifs de fiducies spécifient souvent que tous les actes écrits qui créent des obligations du trust doivent être rédigés en prévoyant une responsabilité limitée. Cette disposition n'est effective cependant, qu'envers des tiers qui conviennent de cette réserve; elle ne protégerait pas contre la responsabilité illimitée par exemple, si une poursuite en préjudice était instituée contre les fiduciaires ou si l'on avait omis d'inclure dans le contrat la condition justificative. Pour plus de protection donc, les fiduciaires s'engagent typiquement dans le contrat pour être indemnisés du trust et le trust prend une assurance contre les responsabilités provenant de préjudice.

En conclusion, la tentative de vouloir créer une responsabilité limitée par contrat peut être efficace dans certains cas, mais il existe néanmoins certains risques de responsabilité illimitée dans le recours à la formule du trust.

(iii) DURÉE

La règle contre la perpétuité prévoit qu'un intérêt aléatoire doit être dévolu, s'il y a lieu, aux bénéficiaires au cours d'une vie en existence, au moment de

¹⁴ En ce qui concerne les cas qui traitent de cette question, voir *Canadian Tax Reporters*, CCH, Canadian Limited, 1st edition (Don Mills 1963-1971), feuilles mobiles, para 10-640, pp. 625-637.

la création du trust ou en deçà de 21 ans par la suite. Dans un trust d'investissement immobilier typique, tous les intérêts du détenteur d'unités lui sont dévolus immédiatement; il n'y a que la jouissance qui en soit remise à plus tard. En dépit du fait que la règle contre la perpétuité ne frappe que l'éloignement de l'intérêt acquis, il y a eu beaucoup de controverse aux Etats-Unis, à savoir si un trust d'investissement immobilier peut avoir une durée illimitée.¹⁵

En raison de la controverse créée par la règle contre les perpétuités, certains trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis ont adopté la méthode qui veut limiter leur durée à la période de perpétuité. En choisissant un certain nombre de jeunes personnes comme les vies en existence, il y a une certitude raisonnable que le trust d'investissement immobilier peut survivre pour 100 ans ou plus avant d'être dissout. La règle contre les accumulations, qui interdit l'accumulation de revenus plus longtemps que la période de perpétuité ne semble pas poser de problèmes particuliers pour un trust d'investissement immobilier étant donné qu'à peu près tous ses revenus seront distribués aux actionnaires.

Il semblerait qu'il y ait un fort argument technique en faveur de la durée illimitée d'un trust d'investissement immobilier mais il serait peut-être prudent de prévoir une vie limitée pour un trust d'investissement immobilier afin de se conformer à la période de perpétuité. Cette période de vie suffira dans la plupart des cas.

e) Conclusions

On a reconnu que "le concept du trust est intangible, complexe et embrouilliant."¹⁶ Il est néanmoins possible d'utiliser le trust comme formule de trust d'investissement immobilier étant donné que la plupart de ses difficultés à première vue, peuvent être surmontées par divers moyens. L'expérience des Etats-Unis a indiqué que les trusts d'investissement immobilier peuvent constituer une formule qui réussit bien pour l'acheminement de fonds vers le logement et la construction.

4. Corporations

La formule de la corporation est bien comprise au Canada, dans le contexte de ce qu'elle est et de son fonctionnement. Il est donc nécessaire de ne considérer que si elle convient comme formule pour le fonds d'investissement immobilier.

a) Evaluation de la société d'investissement immobilier

(i) CRÉATION

Une société d'investissement immobilier, comme toute autre corporation, mais contrairement au trust d'investissement immobilier serait créée par statut plutôt que par contrat. Ainsi, le droit statutaire ainsi qu'une jurisprudence bien développée régiraient son exploitation et les droits et les obligations de ses actionnaires, de ses membres du conseil et de ses directeurs. Il n'est donc pas nécessaire d'établir des dispositions étendues de contrat.

¹⁵ Voir C. H. Mayes, jr. "Real Estate Investments trusts and title insurance, *Washington and Lee Law Review*, 1963, vol. 20, no. 1, pp. 34-36.

¹⁶ Association des sociétés de fiducie du Canada, *Soumissions sur la réforme fiscale* p. 152.

(ii) RESPONSABILITÉ LIMITÉE

Etant donné que la responsabilité limitée est prévue par statut, on obvie aux difficultés qu'un trust rencontre dans ce secteur.

(iii) DURÉE

Une corporation est capable d'une existence perpétuelle.

(iv) PROPRIÉTÉ

Pour réaliser un certain succès et pour leur permettre une entière exploitation, il semble désirable que les sociétés d'investissement immobilier et les trusts d'investissement immobilier constituent un investissement légal tant pour les investisseurs domestiques qu'étrangers. En particulier, afin d'acquérir des montants importants de capital qui semblent nécessaires pour qu'un fonds d'investissement immobilier réussisse, il est très désirable que les établissements tels que les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie, les banques et les caisses de retraite soient en mesure d'investir dans ses actions.

Nous reconnaissons qu'il peut se poser des problèmes considérables dans le droit canadien actuel en ce qui concerne les investisseurs d'institution susmentionnés. Etant donné que ce problème serait semblable cependant, tant pour les trusts d'investissement immobilier que pour les sociétés d'investissement immobilier, il n'est pas très important de comparer les mérites respectifs de ces deux formules.

(v) ACCEPTABILITÉ PUBLIQUE

Le public canadien est plus familier avec les actions et les titres des sociétés qu'avec les unités de trust. Ce facteur à lui seul, peut bien ne pas être important pour les investisseurs avertis, mais pour augmenter son attrait de par les connaissances du public en ce qui concerne ses opérations, une corporation serait préférable.

(vi) POSSIBILITÉ D'EXPLOITATION

Tel que noté, il existe au Canada un corps de droit établi au sujet de l'exploitation d'une corporation et des droits et des responsabilités de ses membres, de ses membres du conseil et de ses directeurs. Certaines de ces questions se rapportent à la révélation, à la démocratie des actionnaires, à la responsabilité des directeurs, à la procédure lors des réunions et aux pouvoirs des directeurs. En rédigeant, soigneusement un acte de fiducie, toutes ces questions peuvent être réglées en ce qui concerne les détenteurs d'unités et les fiduciaires, mais il est beaucoup plus encombrant de devoir y prévoir par entente que par l'application du droit.

(vii) AUTRES

Les actions d'une corporation peuvent être librement transférées comme les unités d'un trust, mais en raison du fait que le monde commercial est plus au courant des actions, elles peuvent s'avérer même plus liquides que les unités de trust. De plus, la formule de la corporation est en mesure de satisfaire d'autres conditions nécessaires d'un fonds d'investissement immobilier comme le fait un trust d'investissement immobilier en ce qui concerne la mise en commun de ressources, la diversification des investissements, l'expertise

d'investissement, le contrôle de l'investisseur, la protection de l'investisseur et la capitalisation.

b) Sommaire

La société d'investissement immobilier est généralement une formule plus désirable comme fonds d'investissement immobilier qu'en fonction de trust d'investissement immobilier. Nous recommandons que la société d'investissement immobilier soit fondée non pas sur des questions d'importance fondamentale mais sur les plus grandes facilités et la certitude administratives d'une société d'investissement immobilier pour des questions telles que la responsabilité limitée, la durée, la facilité de création et d'exploitation et la familiarité générale du public canadien. Les experts sur les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis qui ont été interviewés par les membres de l'équipe spéciale, ont indiqué que les fonds d'investissement immobilier au Canada ne devraient pas être restreints comme ils le sont aux Etats-Unis à des associations non incorporées ou à des trusts, mais il faudrait permettre aux sociétés d'investissement immobilier d'exister.

5. Conclusion

Bien qu'une société d'investissement immobilier puisse être préférable à tous les points de vue à un trust d'investissement immobilier, un trust d'investissement immobilier peut se présenter comme une forme commode de fonds d'investissement immobilier pour un nombre limité d'investisseurs, dans certaines circonstances. Etant donné qu'ils peuvent tous les deux servir les mêmes objectifs, c'est-à-dire augmenter le mouvement de fonds non gouvernementaux vers le logement et la construction au Canada, il faudrait admettre les trusts d'investissement immobilier et les sociétés d'investissement immobilier, en en laissant le choix aux parrains.

Il faudrait noter cependant que les problèmes créés par les statuts canadiens spéciaux en ce qui concerne la constitution en société de certains genres de corporation ainsi que les investissements de ces corporations tout comme les investissements dans celles-ci, devront être résolus avant qu'on puisse arrêter des conclusions finales et des recommandations sur les fonds d'investissement immobilier.

Chapitre 7

Le fonds d'investissement immobilier et la fiscalité avant la réforme fiscale

par J. S. Peterson

Tel qu'indiqué antérieurement dans la présente étude, l'ampleur du rôle que doit jouer le fonds d'investissement immobilier dans le financement du logement dépendra essentiellement de son traitement fiscal par rapport au traitement fiscal des intermédiaires concurrentiels, et relativement à l'investissement direct dans les investissements concurrentiels. Le présent chapitre décrit d'abord la loi fiscale applicable aux trusts d'investissement immobilier, aux sociétés d'investissement immobilier et aux fonds mutuels, puis il étudie les autres considérations fiscales en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier, le tout comme la loi existait avant la réforme fiscale en 1971.

La matière du présent chapitre, comme celle du chapitre 8, fut préparée au moment où les changements au régime fiscal étaient imminents. Tel qu'indiqué par le Livre blanc, *Propositions de réforme fiscale*, il semblait très possible que la nouvelle législation comprendrait des changements qui seraient détractaires à l'approvisionnement de fonds à l'habitation. Cette possibilité a motivé l'équipe spéciale à examiner le régime fiscal.

I. TAXATION DU TRUST D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Un trust d'investissement immobilier serait taxé comme un trust aux termes de l'article 63 de la Loi canadienne actuelle de l'impôt sur le revenu (ci-après appelée la Loi). Les deux principes fondamentaux qui s'appliquent à la taxation du trust sont, qu'à certaines exceptions près, ce trust est taxé comme les particuliers et est traité comme un canalisateur (*conduit*).

1. Taxé comme individu

L'article 63(1) déclare qu'un trust, aux fins de l'impôt, signifie que le "fiduciaire . . . est propriétaire ou exerce un certain contrôle sur la propriété en fiducie", et l'article 63(2) établit qu'un "trust . . . doit aux fins de la présente Loi . . . être admis en ce qui concerne le trust . . . comme s'il était la propriété d'un particulier." L'implication de ces deux dispositions est que le fiduciaire est taxé sur le revenu imposable du trust à ses taux d'impôt sur

le revenu très progressif tels qu'ils sont applicables aux particuliers, lesquels varient en ce moment entre 11% et 80%, tel qu'il est établi à l'article 32 de la Loi. De plus, d'autres impôts, comme les suivants, sont imposés:

1. la taxe de 3%, pour la sécurité de vieillesse
2. la surtaxe temporaire de 3%
3. la taxe de 2%, de développement social
4. la taxe spéciale de 5%, remboursable

Le trust ne jouit d'aucune exemption personnelle en ce qui concerne l'état matrimonial ou les personnes à charge, tel qu'il est établi à l'article 26, ni d'aucune déduction régulière facultative de \$100, tel qu'il est établi à l'article 27(1)(ca). En conséquence, le fardeau fiscal d'un trust peut être même plus élevé que pour un particulier.

2. Traitement fiscal comme canalisateur

La théorie veut que le revenu d'un trust ne devrait être taxé qu'une fois, soit aux mains du fiduciaire, soit aux mains du détenteur d'unités, après la répartition. Pour y arriver et éviter ainsi une taxation tant du niveau du détenteur d'unités, qu'au niveau du trust, il est permis au trust, en vertu de l'article 63(4), de déduire de son revenu sur lequel une taxe serait autrement payable "... la partie du montant qui autrement eût constitué son revenu pour l'année, laquelle était payable dans l'année à un bénéficiaire ou à une autre personne y ayant un intérêt bénéficiaire ..."

En conséquence, tout le revenu d'un trust qui est payable à un détenteur d'unités au cours d'une année fiscale, est déductible du revenu sur lequel le fiduciaire doit payer un impôt. Si tout le revenu d'un trust est distribué aux détenteurs d'unités au cours de l'année imposable durant laquelle il reçoit ses revenus, le trust n'est pas alors tenu de payer d'impôt sur son revenu. Ce revenu distribué est taxable aux mains des détenteurs d'unités, selon leur taux marginal personnel.

Il faudrait remarquer que le revenu d'un trust qui est "payable" à un détenteur d'unités au cours d'une année fiscale, aux termes des conditions du trust, est imposable au nom du détenteur d'unités, au cours de cette année, que ce revenu lui ait été réellement payé ou non. Ainsi, si le paiement est retardé, il ne sera pas taxé au nom du bénéficiaire lorsqu'il le reçoit au cours d'une année d'impôt subséquente à l'année au cours de laquelle ce revenu lui était payable. De plus, l'article 63(7) prévoit qu'un montant n'est pas tenu pour "payable au cours d'une année fiscale" à un détenteur d'unités à moins qu'il ne lui soit réellement payé ou encore qu'il ait droit d'en exiger le paiement au cours de cette année.

3. Application du principe de canalisateur

a) En général

Dans son application, la théorie générale du principe de canalisateur veut qu'un revenu du trust qui est transmis aux détenteurs d'unités retienne le même caractère dans les mains du détenteur d'unités qu'il aurait dans les

ainsi du trust.¹ Ainsi, à titre d'exemple, les dividendes et le revenu-intérêt du trust sont taxés comme des dividendes et des intérêts aux mains du détenteur d'unités lorsque ces montants lui sont transmis. Le revenu d'affaires du trust est taxé comme un revenu d'affaires aux mains des détenteurs d'unités.² Le principe de canalisateur est appliqué suivant un certain nombre de dispositions précises de la Loi qui prévoit le traitement fiscal de canalisateur, et en vertu du droit général. Des exemples d'un tel traitement fiscal de canalisateur et les dispositifs pour le réaliser sont établis ci-après.

b) Frais de premier établissement

(i) INDEMNITÉ EN CE QUI CONCERNE LES FRAIS DE PREMIER ÉTABLISSEMENT
L'article 63(6) prévoit que le bénéficiaire d'un trust doit payer un impôt sur tout le revenu du trust qui lui est payable au cours d'une année fiscale *avant* que toute déduction ne soit faite de ce revenu, en ce qui concerne l'indemnité visant les frais de premier établissement.³ La difficulté de cette règle générale est surmontée par les dispositions de l'article 63(8) qui prévoient que le bénéficiaire peut faire telles déductions de son revenu que les fiduciaires peuvent établir. Les fiduciaires ont alors le droit de répartir l'indemnité visant les frais de premier établissement, s'il y a lieu, aux détenteurs d'unités de telle manière qu'ils peuvent décider.

Un trust d'investissement immobilier serait un investisseur passif dans les hypothèques et dans les valeurs en immeuble. Comme investisseur dans des valeurs en immeuble, le trust d'investissement immobilier retirerait un revenu de la propriété et aurait donc droit de faire des déductions d'indemnité visant les frais de premier établissement, tel qu'il est prévu à la Partie XI des règlements.

En l'absence de dispositions de contrôle dans l'acte de fiducie ou le droit qui s'applique spécifiquement aux trusts d'investissement immobilier, les fiduciaires devront alors décider s'ils doivent déduire l'indemnité visant les frais de premier établissement du revenu imposable du trust d'investissement immobilier, ou la répartir aux détenteurs d'unités et leur permettre d'en réclamer la déduction de leur revenu.

A titre d'illustration, admettons hypothétiquement que le revenu-loyer d'un trust d'investissement immobilier soit de \$1000 et que l'indemnité visant les frais de premier établissement soit de \$400. Admettons de plus que le trust d'investissement immobilier distribue tout son revenu aux détenteurs d'unités. Les fiduciaires peuvent alors opter pour l'une de plusieurs mesures.

¹ Voir *Parisien v. M.N.R.*, 51 DTC 349; *No. 439 v. M.N.R.*, 57 DTC 401; *Short and Quinn v. M.N.R.*, 60 DTC 1056; *Syme v. Commissioner of Taxes* (1914), A.C. 1013; *Re Watkins and City of Toronto* (1923), 54 O.L.R. 136; *Gilhooly v. M.N.R.* (1945), 2 DTC 725; *Kemp v. M.N.R.* (1948), 3 DTC 1078; *M.N.R. v. Trans-Canada Investment Corporation Limited*, 55 DTC 1191; *Forest Lawn Development Ltd. v. M.N.R.*, 56 DTC 38; *Fry v. Shiels' Trustees* (1914), 6 T.C. 583; *McDougall v. Smith* (1918), 7 T.C. 134.

² *Ibid.*

³ A remarquer cependant, que les tribunaux ont prétendu que l'indemnité visant les frais de premier établissement peut être transmise aux bénéficiaires lorsque les fiduciaires ont à la fois exploité une entreprise dont la propriété dépréciable est un actif et ont été enjoins par l'acte de fiducie à ne payer qu'un revenu net aux bénéficiaires. Voir *Chartered Trust Company v. Robertson Estate* 1953, 2 S.C.R. 1; *Toba Goldman v. M.N.R.* 53 DTC 434; *No. 216 v. M.N.R.*, 54 DTC 551; *Harris v. M.N.R.* 55 DTC 446; *Manning v. M.N.R.*, 56 DTC 1099.

D'abord, ils pourraient distribuer \$600 aux détenteurs d'unités; ainsi, aucune distribution de l'indemnité visant les frais de premier établissement ne sera faite aux détenteurs, étant donné que le trust l'aura déduite de son propre revenu. Dans ce cas, le trust d'investissement immobilier aurait droit à des déductions de \$400 à titre d'indemnité visant les frais de premier établissement, plus \$600 qui représentent le revenu qui a été distribué, et son revenu imposable serait alors nul. Les détenteurs d'unités seraient imposables sur les \$600 qu'ils ont reçus. En deuxième lieu, les fiduciaires pourraient distribuer l'indemnité visant les frais de premier établissement, au chiffre de \$400. Dans ce cas, le trust d'investissement immobilier réclame une déduction de \$1000 et n'aura aucun revenu imposable. Les détenteurs d'unités recevraient un revenu de \$1000 mais auraient droit d'en déduire l'indemnité visant les frais de premier établissement au chiffre de \$400. Troisièmement, il serait possible que les fiduciaires distribuent \$1000 aux détenteurs sans leur reporter l'indemnité visant les frais de premier établissement. Le trust d'investissement immobilier pourrait déduire l'indemnité visant les frais de premier établissement d'autres revenus et les détenteurs d'unités seraient alors imposables sur \$1000, sans pouvoir se prévaloir de la déduction de \$400.

En adoptant le principe fiscal de canalisateur qui signifie que les détenteurs d'unités ne devraient pas payer plus d'impôt qu'ils ne reçoivent de revenu indirectement par l'entremise d'un trust d'investissement immobilier. Cela signifierait que le revenu brut d'un trust d'investissement immobilier serait réparti aux détenteurs d'unités et que l'indemnité visant les frais de premier établissement leur serait transmise sans que le trust d'investissement immobilier puisse réclamer toute déduction pour cette répartition. A tout événement, nous recommandons qu'aucune loi n'interdise les fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier de distribuer une partie ou la totalité de l'indemnité visant les frais de premier établissement aux détenteurs d'unités. L'acte de fiducie d'un trust d'investissement immobilier pourrait cependant donner les principes directeurs visant la répartition en cause.

(ii) RÉPARTITION SÉLECTIVE

En admettant qu'aucune loi n'interdise la distribution de l'indemnité visant les frais de premier établissement aux détenteurs d'unités, la question se pose, à savoir si la distribution devrait être faite au pro rata à tous les détenteurs d'unités ou s'il ne faudrait permettre une distribution qu'à certains détenteurs d'unités. L'article 63(8) permet que des répartitions soient faites au choix du trust permettant ainsi aux fiduciaires de distribuer l'indemnité visant les frais de premier établissement seulement aux détenteurs d'unités qui peuvent profiter de la déduction. Par exemple, l'acte de fiducie d'un trust d'investissement immobilier pourrait préciser que l'indemnité visant les frais de premier établissement pourrait être distribuée également entre les détenteurs d'unités résidents au Canada et non aux non résidents. La raison est qu'en vertu de l'article 106(1)(c), le bénéficiaire non résident aurait à payer un impôt de 15% sur le montant brut qui lui est versé sans pouvoir se prévaloir de la déduction. De plus, il n'y aurait aucune assurance, en l'absence d'une convention spéciale, avec l'étranger, qu'une indemnité visant les frais de premier établissement serait déductible dans le pays d'origine d'un non résident.

Comme autre exemple des bénéfices fiscaux découlant de la répartition sélective parmi les détenteurs d'unités, les fiduciaires pourraient distribuer l'indemnité visant les frais de premier établissement aux contribuables canadiens qui en bénéficieraient le plus, nommément, ceux qui se situent dans l'échelle marginale d'impôt la plus élevée. Il n'y aurait aucune répartition aux caisses de retraite ni aux autres détenteurs d'unités exempts d'impôt auxquels la déduction n'apporterait aucun bénéfice. Le droit de faire une répartition sélective de l'indemnité visant les frais de premier établissement, tel qu'indiqué ci-dessus, produirait des avantages marqués au point de vue fiscal pour certains détenteurs d'unités, particulièrement les détenteurs d'unités du Canada qui se situent dans une échelle d'impôt élevé. Pour que les répartitions puissent se faire de cette manière cependant, il faudrait imposer un fardeau administratif indû et une responsabilité inéquitable aux fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier qui comporte un grand nombre de détenteurs d'unités. De plus, si les répartitions n'étaient permises qu'aux détenteurs d'unités qui pourraient le plus en profiter, ces détenteurs d'unités profiteraient d'avantages qu'un investissement direct ne leur apporterait pas, même si la Loi actuelle prévoit une permission d'éviter un tel impôt. En conséquence, nous recommandons qu'il ne soit pas permis aux fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier de faire une distribution sélective de l'indemnité visant les frais de premier établissement parmi les détenteurs d'unités d'un trust d'investissement immobilier.

(iii) REPRISE

Tel qu'indiqué ci-dessus, l'article 63(8) stipule que toutes les déductions d'indemnité visant les frais de premier établissement dont se prévalent les détenteurs d'unités, sont censées avoir été admises comme une déduction pour le trust. En conséquence, les frais de premier établissement non dépréciés (valeurs aux livres) de l'actif dépréciable pour le trust sont réduits, et sont sujets à reprise lors de la vente d'un tel actif à un chiffre supérieur à leur valeur aux livres.

Si le trust n'a pas fait de répartition à ses détenteurs d'unités, des recettes qu'il a réalisées à la disposition de la propriété sujette à la reprise de l'indemnité visant les frais de premier établissement le trust devra alors payer un impôt sur celle-ci. Si ces recettes sont distribuées cependant, il est entendu que le Ministre traitera le montant de la reprise comme un revenu aux mains des détenteurs d'unités à ce moment-là, reconnaissant ainsi le principe de canalisateur. Pour éliminer tout doute, cette position pourrait être clarifiée par une promulgation statutaire.

Afin de maintenir l'état non imposable du trust d'investissement immobilier lui-même, il faudrait que les fiduciaires distribuent sous forme de revenu les recettes sujettes à la reprise. Si le trust devait distribuer moins de 100% de son revenu imposable et qu'il dût payer un impôt sur la partie non distribuée, les fiduciaires pourraient bien ne pas désirer répartir aux détenteurs d'unités, une partie ou la totalité de l'indemnité visant les frais de premier établissement, mais ils pourraient préférer les retenir dans le trust d'investissement immobilier. L'impôt sur le trust d'investissement immobilier serait ainsi éliminé ou réduit même si la totalité de son revenu n'était pas distribué. En

raison des diverses compositions d'actifs et de revenus des différents trusts d'investissement immobilier, il semble désirable de permettre aux fiduciaires de déterminer jusqu'à quel pourcentage il faudrait répartir au pro rata parmi les détenteurs d'unités, l'indemnité visant les frais de premier établissement et les recettes à la reprise.

c) Revenu gagné par opposition au revenu d'investissement

L'article 32(3) de la Loi prévoit qu'une surtaxe de 4% soit imposée en ce qui concerne certains "revenus d'investissement" de source étrangère, et cette expression ne comprend pas "le revenu gagné". La question se pose donc à savoir si le revenu d'un trust ou d'un bénéficiaire constitue un revenu d'investissement ou un revenu gagné. Tel que défini à l'article 33(5), un revenu gagné comprend "un revenu-loyer provenant d'une propriété immobilière". Aux fins de la taxe de 4% imposée sur le revenu d'investissement des non Canadiens, l'article 63(10a) prévoit spécifiquement que le principe de canalisateur doit s'appliquer en ce qui concerne le revenu-loyer provenant de propriétés immobilières et ce revenu-loyer du trust qui est distribué aux détenteurs d'unités, doit être admis comme un revenu-loyer dans leurs mains. Ainsi, un revenu-loyer de source étrangère, qu'il soit distribué aux détenteurs d'unités d'un trust d'investissement immobilier ou non, ne serait pas assujéti à la taxe supplémentaire de 4%. Les commentaires susmentionnés sur le revenu d'investissement gagné par opposition au revenu d'investissement de source étrangère n'ont été apportés qu'aux fins d'illustration du principe de canalisateur en ce qui concerne la fiscalité relativement aux trusts et à leurs détenteurs d'unités. Cette taxe serait un point discutable en ce qui concerne les trusts d'investissement immobilier seulement s'ils investissaient dans des biens à l'étranger. Nous recommandons que leur activité soit restreinte à l'investissement dans les hypothèques et l'immeuble au Canada; la taxe ne s'appliquerait donc pas.

d) Dégrèvement fiscal étranger

Si un trust retire un revenu provenant d'investissements ou d'affaires en dehors du Canada, ce revenu sera vraisemblablement sujet à l'impôt étranger par la voie de la retenue fiscale ou autrement, dans le pays étranger. Lorsque le trust est résidant du Canada, tout le revenu de source étrangère sera également imposable par le Canada. Pour éviter une double imposition internationale, le Canada permet aux trusts de résidence canadienne de déduire de l'impôt canadien autrement payable en vertu de l'article 63, un montant en ce qui concerne tout impôt sur le revenu ou sur les profits payé au gouvernement d'un pays étranger. En ce qui concerne un trust, le problème se pose alors quant à la répartition du dégrèvement fiscal étranger à ces détenteurs d'unités auxquels ce revenu est réparti.

L'article 63(12) prévoit le mécanisme de canalisation du dégrèvement fiscal étranger. Lorsqu'une partie du revenu du trust provient de sources qui se situent dans un pays étranger, ce revenu peut être admis comme un revenu provenant de sources étrangères pour les détenteurs d'unités lorsqu'il est distribué et qu'il est imposable aux termes de l'article 63(6). Dans ce cas, le détenteur d'unités est également admis comme s'il avait payé une certaine

partie de l'impôt étranger et il a le droit de se réclamer un dégrèvement fiscal étranger en ce qui concerne cette partie de son revenu. Lorsque cependant, un revenu provenant d'une source étrangère n'est pas admis comme si le détenteur d'unités l'avait reçu de sources étrangères, il doit être admis comme si le trust l'avait reçu et le trust pourra alors se prévaloir lui-même du dégrèvement fiscal étranger.

Tel que noté, le trust est tenu de désigner le montant de son revenu qui provient de sources étrangères qui est tenu pour le revenu d'un bénéficiaire au cours d'une année fiscale. Cette possibilité de répartition et de désignation entre les divers bénéficiaires, ressemble à ce qui est permis au sujet de l'indemnité visant les frais de premier établissement. Il n'y a aucun cas où un tribunal canadien a tenté de renverser la répartition faite par les fiduciaires dans de telles circonstances, mais le droit général visant les trusts exige que les fiduciaires traitent tous les bénéficiaires de façon impartiale et équitable.

Il est donc possible en vertu du droit actuel de minimiser l'imposition par une répartition sélective des dégrèvements fiscaux étrangers aux seuls détenteurs d'unités qui peuvent en profiter le plus. Par exemple, il n'y a aucun avantage fiscal à répartir des dégrèvements fiscaux étrangers aux détenteurs d'unités canadiens exempts d'impôt tels que les caisses de retraite, parce qu'elles ne paient pas d'impôt, en aucun cas. Les répartitions aux détenteurs d'unités dans les tranches inférieures d'impôt pourraient se faire seulement dans la mesure où les détenteurs d'unités pourraient se prévaloir d'un dégrèvement fiscal étranger. De plus, il n'y a aucune raison de répartir un dégrèvement fiscal étranger à un détenteur d'unités non résidant parce qu'il n'y aurait pas droit. Ainsi, en éliminant les répartitions aux détenteurs d'unités qui ne peuvent pas en profiter et en maximisant les répartitions à ceux qui le peuvent, il semble possible de tirer la plus grande minimisation générale de l'impôt canadien.

Comme dans le cas de l'indemnité visant les frais de premier établissement, il semble qu'il n'y aurait aucune objection en vertu du droit actuel visant les trusts ou l'impôt, de faire des répartitions suivant ce qui précède, mais en le faisant, il en résulterait des difficultés administratives et cela pourrait produire des résultats plus favorables au point de vue fiscal en ce qui concerne certains détenteurs d'unités que ce qu'ils obtiendraient par le moyen d'un investissement direct. Nous recommandons donc que les dégrèvements étrangers soient répartis au pro rata parmi tous les détenteurs d'unités.

e) Dégrèvement fiscal pour les dividendes

Aux termes de l'article 38 de la Loi de l'impôt sur le revenu, un dégrèvement fiscal de 20% pour les dividendes est accessible à tous les Canadiens qui reçoivent des dividendes de corporations imposables qui sont résidentes du Canada. Le dégrèvement fiscal s'applique également en ce qui concerne les dividendes qui sont censés provenir d'obligations ou de débetures gagées sur les bénéfices,⁴ et en ce qui concerne les dividendes qui sont censés provenir du revenu en mains non distribué.⁵ Un trust a droit au dégrèvement

⁴ Loi de l'impôt sur le revenu, article 8(3).

⁵ *Ibid*, article 81.

fiscal de 20% sur dividendes, et l'article 63(11) permet que ce dégrèvement fiscal soit transmis aux détenteurs d'unités et dans ce cas, une réduction correspondante doit être apportée au dégrèvement fiscal réclamé par le trust. Le droit d'un bénéficiaire au dégrèvement fiscal est cette partie du revenu du trust qui lui est payable, lequel est constitué de dividendes provenant de corporations canadiennes imposables.

4. *Exception des non résidents*

a) En général

Le traitement fiscal de canalisateur accordé en ce qui concerne un trust est fondé sur l'hypothèse que le Canada peut au moins taxer soit le trust, soit le bénéficiaire; il ne prélèvera donc pas d'impôt des deux. En l'absence d'une autorité de taxer les bénéficiaires non résidents en ce qui concerne les répartitions qui leur sont faites, il est ainsi approprié que le Canada puisse taxer le trust.

b) Trusts d'affaires non résidents

Le Canada taxe présentement les bénéficiaires non résidents d'un trust en retenant un impôt de 15% sur les répartitions brutes qui leur sont faites par un trust résidant au Canada.⁶ Cet impôt ne serait pas exigible si le trust n'était pas résidant au Canada. Lorsqu'un trust non résidant est en affaires au Canada, il est taxable sur tout tel impôt aux termes de la Partie 17 de la Loi, et la retenue fiscale de 15% des non résidents ne s'applique pas.⁸ Si les déductions en vertu de l'article 63(4) pour tous les montants distribués par le trust non résidant aux bénéficiaires non résidents devaient s'appliquer, le Canada ne retirerait aucun revenu sous forme d'impôt au niveau du trust comme au niveau des bénéficiaires. En conséquence, l'article 63(4) exclut spécifiquement une telle déduction pour le trust non résidant, s'assurant ainsi qu'il est taxé comme un particulier sur son revenu provenant de ses affaires au Canada. Ainsi le traitement fiscal de canalisateur n'est pas à la disposition des trusts non résidents qui sont en affaires au Canada.

c) Trusts commerciaux résidents

Tel que noté, l'article 106(1)(c) impose une retenue fiscale de 15% sur toutes les répartitions qu'un trust résidant au Canada fait aux bénéficiaires non résidents. Contrairement au cas des trusts non résidents, il est impossible d'éviter l'impôt canadien au niveau du bénéficiaire mais il reste à déterminer si la taxe de 15% est appropriée dans tous les cas. Si par exemple, les bénéficiaires non résidents devaient entreprendre un commerce au Canada par l'entremise d'un trust résidant, et que tout le revenu fût distribué, l'impôt total canadien serait de 15% par opposition au plein taux du particulier ou de la société qui s'appliquerait si le trust ne servait pas d'intermédiaire.

En conséquence, l'article 63(4b) n'accorde pas les avantages de la formule du trust pour les non résidents qui choisissent d'exploiter une entreprise au Canada par l'intermédiaire d'un trust résidant, en n'accordant pas

⁶ *Ibid*, article 106(1)(c).

⁷ *Ibid*, article 2(2)(b).

⁸ Règlements de la Loi de l'impôt sur le revenu, article 805.

à un tel trust une déduction pour les montants payables aux non résidents. Cela signifie que le trust doit payer l'impôt au plein taux d'un particulier en ce qui concerne un tel revenu. Pour la même raison, la déduction n'est pas admise pour les paiements aux corporations d'investissement qui appartiennent à des non résidents,⁹ et à certains trusts résidents au Canada qui pourraient autrement se servir de la formule d'un trust résident comme moyen d'éviter l'impôt habituel payable sur un revenu d'affaires. Cette dernière restriction impose un fardeau d'impôt peut-être inutile aux trusts résidents qui autrement, investiraient peut-être dans des trusts d'affaires résidents. Ainsi, le principe de canalisateur est abrogé en ce qui concerne les trusts résidents qui exploitent une entreprise au Canada et dont le revenu est distribué à des bénéficiaires non résidents, à des trusts résidents, et à des corporations d'investissement qui appartiennent à des non résidents.

d) Report de pertes

En vertu de l'article 27(1)(e) de la Loi, les pertes d'affaires d'un trust peuvent être reportées en arrière d'un an et reportées pour 5 ans. Si les trusts étaient traités à des fins fiscales comme canalisateur parfait, les pertes d'affaires pourraient présument être transmises aux bénéficiaires. On a prétendu cependant, que les bénéficiaires ne pouvaient pas déduire les pertes d'affaires encourues par un trust même lorsqu'il y a eu une distribution du revenu, parce que le trust, et non le bénéficiaire exploite l'entreprise. De plus, dans le cas d'un trust d'investissement immobilier qui distribue tout son revenu, il ne resterait pas de revenu taxable dans le trust d'investissement immobilier qui permettrait qu'une perte soit reportée et déduite du revenu subséquent du trust d'investissement immobilier.¹⁰

Le trust ne doit pas distribuer son revenu pour lui permettre de reporter ses pertes d'affaires. Cela irait à l'encontre du règlement que nous proposons pour les trusts d'investissement immobilier — règlement qui voudrait que le revenu soit distribué. De plus les trusts d'investissement immobilier que nous proposons recevraient un revenu de l'investissement plutôt qu'un revenu d'affaires, et en vertu de la Loi existante, il ne serait pas permis, à tout événement, de reporter les pertes en ce qui concerne le revenu d'investissement. Ainsi, en se fondant sur la loi actuelle en ce qui concerne l'imposition des trusts, les trusts d'investissement immobilier ne pourraient pas se prévaloir du report de pertes. Mais, parce qu'ils ne pourraient pas s'en prévaloir également en cas d'investissement direct, il n'est pas déraisonnable de priver les trusts d'investissement immobilier du report des pertes.

5. Conclusions

En vertu de la Loi de l'impôt sur le revenu actuelle, le Canada a reconnu que le traitement fiscal de canalisateur devrait être accessible aux trusts et à leurs bénéficiaires. Il y a des exceptions à cela en ce qui concerne certains trusts non résidents, certains trusts résidents dotés de bénéficiaires non résidents et le report des pertes. L'effet général est qu'il n'y a qu'un niveau de taxation au Canada et il est imposé soit au trust, soit au bénéficiaire.

⁹ Loi de l'impôt sur le revenu, article 70.

¹⁰ *Toshac v. M.N.R.* 1968 Tax A.B.C. 353.

Lorsque tout le revenu du trust est distribué aux bénéficiaires, les bénéficiaires sont taxés essentiellement de la même manière que s'ils avaient retiré leur revenu directement sans l'intermédiaire du trust. L'effet général est que les bénéficiaires ne subissent pas de pénalité d'impôt pour avoir investi indirectement par l'entremise d'un trust et on ne leur accorde aucun bénéfice précis (à part du recours au trust comme instrument de planification d'impôt)¹¹, sauf dans les cas où les fiduciaires sont en mesure de répartir certaines déductions autrement qu'au pro rata, aux bénéficiaires. On pourrait obvier facilement à ces derniers avantages cependant, par le recours à une exigence voulant que les fiduciaires exercent une répartition égale à tous les bénéficiaires.

Il faut donc conclure que le présent système de taxation des trusts et de leurs bénéficiaires pourrait être une méthode appropriée pour la taxation des trusts d'investissement immobilier et de leurs détenteurs d'unités, en ce qu'il ne pénaliserait pas les investisseurs qui choisissent d'investir, par leur intermédiaire, dans des hypothèques et des propriétés immobilières. En raison de cette équivalence fiscale, ce système n'offre aucun allègement particulier en ce qui concerne l'impôt pour l'investissement par le secteur privé dans l'habitation et la construction. Advenant que le gouvernement décide cependant, que des incitations soient nécessaires, celles-ci pourraient être commodément accordées par l'entremise du traitement fiscal de canalisateur.

II. TAXATION DES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Comme nous avons conclu au chapitre 6, une société d'investissement immobilier pourrait être une formule utile pour l'acheminement des fonds du secteur privé vers l'habitation et la construction au Canada, à condition qu'au minimum, l'investissement par l'intermédiaire d'une société d'investissement immobilier n'attire pas davantage d'impôt que l'investissement direct. Il est donc approprié d'analyser tant les lois actuelles que les lois projetées en ce qu'elles se rapportent à la taxation des corporations et des sociétés d'investissement immobilier en particulier.

1. *Taxation distincte des corporations et des actionnaires*

La caractéristique principale du régime canadien actuel de taxation des corporations et de leurs actionnaires est qu'il y a une taxation à deux paliers du revenu d'affaires: une fois lorsque le revenu est gagné au sein de la corporation, et une fois lorsqu'un actionnaire non en société ou encore, un actionnaire non résidant reçoit le revenu. Une corporation paie des taux de base d'impôt fédéraux et provinciaux de 21% sur les premiers \$35 000 de son revenu imposable, et de 50% sur le solde. Lorsque les profits après impôt d'une corporation sont alors distribués, un autre impôt est prélevé au niveau de l'actionnaire. Dans le cas des actionnaires particuliers, les taux de base d'impôt aux niveaux fédéral et provincial s'accroissent rapidement de 11% à 80%.

¹¹ Voir David I. Matheson, "Taxation and Business Trusts", *Canada Tax Journal*, Vol. 15, No 1, 1967, pp. 30-36.

En vertu de cette méthode, un revenu de \$100 d'une société avant l'impôt, pourrait être réduit à un chiffre aussi peu élevé que \$10 après l'impôt dans les mains d'un actionnaire particulier, sauf que les résidents canadiens peuvent se prévaloir d'un dégrèvement fiscal de 20% des dividendes: dans notre exemple, le revenu après impôt serait porté à 20 dollars. La taxation au niveau de l'actionnaire pourrait être reportée par le renvoi des paiements de dividendes, ou pourrait être totalement évitée du fait que les actionnaires vendraient leurs actions pour un montant qui tient compte des profits accumulés de la corporation.

2. Taxation des corporations à titre de canalisateur

a) Dividendes intersociétés

Etant donné qu'en vertu du présent système, le revenu d'affaires est taxé une fois au sein du secteur canadien constitué en société et une fois à l'extérieur, il a été nécessaire d'éliminer l'impôt sur les dividendes qui se déplacent dans le secteur canadien des sociétés. En conséquence, les profits distribués par une corporation à une autre corporation canadienne ne sont généralement pas imposables à l'endroit de la corporation récipiendaire. Le deuxième impôt donc, s'applique normalement seulement lorsque les dividendes sont payés à des actionnaires particuliers ou non résidents. Ainsi, étant donné que les dividendes intersociétés sont généralement exempts d'impôt¹², les actionnaires constitués en société peuvent bien être tenus en un sens, comme des canalisateurs non imposables aux fins de l'actionnaire particulier ultime. Etant donné qu'il n'y a pas d'exigences visant la répartition, le fardeau fiscal additionnel sur les profits distribués des sociétés peut ne jamais être imposé parce qu'aucun dividende provenant de ces profits ne quitte le secteur de la société.

En réalité cependant, le principe de canalisateur qui entraîne l'exemption générale de l'impôt des dividendes intersociétés s'appuie sur la caractéristique du système distinct d'impôt voulant que le revenu d'affaires ne soit taxé qu'une fois qu'il se présente dans le secteur canadien des sociétés.

b) Corporations personnelles

Un traitement fiscal important comme canalisateur est accordé aux corporations personnelles et à leurs actionnaires à peu près de la même manière qu'aux trusts, sauf qu'il n'existe aucun choix d'être taxé au niveau la corporation personnelle ou au niveau de l'actionnaire; la taxation au niveau de l'actionnaire est automatique.¹³ Une corporation personnelle est essentiellement une corporation détenue par une famille qui reçoit un revenu passif tel que des loyers, de l'intérêt, et des dividendes d'un investissement. Cette corporation ne doit pas se livrer à des affaires financières commerciales, industrielles ou actives. En présence des conditions requises, il n'y a pas de taxation au niveau de la corporation mais tous ses revenus sont imposables en ce qui concerne les actionnaires proportionnellement à leur propriété.

Sauf en ce qui concerne les exigences visant la propriété et la répartition,

¹² Article 28(1)(a); mais tenir compte de l'article 28(2) qui prévoit que les dividendes payés à même un surplus désigné ne sont pas exempts d'impôt.

¹³ Articles 67 et 68.

la similitude entre les arrangements visant l'impôt requis d'une société d'investissement immobilier et ceux qui sont maintenant requis d'une corporation personnelle est frappante, parce que dans les deux cas, l'actionnaire est taxé et non la corporation.

c) Corporation d'investissement détenue par des non résidents

Un troisième exemple du traitement fiscal de canalisateur en vertu de la loi actuelle, se situe dans les corporations d'investissement détenues par des non résidents. Il s'agit essentiellement de sociétés de portefeuille passives qui appartiennent à des non résidents et qui reçoivent un revenu d'investissement tel que des intérêts, des dividendes et des loyers.¹⁴ Une telle corporation d'investissement doit payer un impôt de 15% en remplacement de tout autre impôt et elle est alors libre de répartir son revenu sans autre impôt à la charge de ses actionnaires non résidents. Cet impôt de 15% remplace l'impôt de 15% qui serait prélevé des actionnaires s'ils faisaient des investissements directement au Canada plutôt que par l'intermédiaire d'une corporation.

Le traitement fiscal spécial de canalisateur admet que l'interposition d'un intermédiaire constitué en société ne devrait pas imposer un fardeau fiscal supplémentaire aux non résidents qui investissent dans la propriété au Canada. Son utilité cependant, dépendait d'un taux uniforme de retenue fiscale de 15% sur le revenu pertinent de source canadienne. Ainsi, l'impôt au niveau de la société et l'impôt au niveau personnel ont été identiques. La corporation d'investissement détenue par des non résidents n'est pas une formule appropriée lorsque les taux de la retenue fiscale et les taux des sociétés non résidentes diffèrent, étant donné qu'il en résulte un impôt plus lourd ou plus léger qu'il n'en serait le cas pour un investissement direct.

d) Sociétés d'investissement

Un autre exemple du principe de canalisateur est le traitement des sociétés d'investissement.¹⁵ Étant donné que la section III présente certains détails sur l'imposition des sociétés d'investissement, qu'il suffise ici de mentionner qu'une société d'investissement investit fondamentalement dans des titres nationaux et distribue annuellement la totalité ou la presque totalité de tout son revenu à ses actionnaires. En vertu de la loi actuelle, elle paie un impôt au taux de base de 21% sur son revenu non en dividendes et ces dividendes sont alors imposables aux mains de ses actionnaires. Étant donné que le dégrèvement fiscal de 20% des dividendes est disponible aux actionnaires particuliers, ils paient cependant, approximativement les mêmes taxes en ce qui concerne le revenu non de dividendes que le revenu de dividendes provenant de la société d'investissement, qu'ils le feraient s'ils avaient investi directement.

3. Conclusions

Alors que le système actuel est structuré sur la taxation du revenu d'affaires tant au niveau de la société qu'au niveau de l'actionnaire particulier ou non résident, le dégrèvement fiscal des dividendes signifie que les actionnaires particuliers résidents dont le revenu consiste uniquement en dividendes ne

¹⁴ Article 70.

¹⁵ Article 69; et voir chapitre 6.

paient aucun impôt si leur taux moyen d'impôt est de 20% ou moins; dans le cas des autres, la taxe est réduite. On a éliminé ou réduit la double taxation ou la taxation distincte de revenu d'investissement dans un certain nombre de cas importants, en admettant le principe fiscal de canalisateur en ce qui concerne les dividendes intersociétés, les corporations personnelles, les sociétés d'investissement détenues par des non résidents, et les sociétés d'investissement. Il s'agit là d'exemples significatifs de la reconnaissance — même en vertu d'un régime dont la prémisse fondamentale se situe dans la taxation distincte des corporations et des actionnaires éventuels — que les investisseurs ne devraient pas être pénalisés pour avoir investi dans une propriété productrice de revenus, indirectement par l'entremise d'une corporation plutôt que directement.

III. TAXATION DES FONDS MUTUELS

Un fonds mutuel fournit un moyen par lequel un grand secteur du public investisseur a droit aux avantages de la mise en commun, de la diversification, de la liquidité et de l'expertise d'investissement qui peuvent se réaliser seulement par l'entremise d'un intermédiaire et qui, par contre, n'est assujéti qu'à des pénalités fiscales minimales sinon aucunes pour avoir eu recours à un tel moyen. La loi canadienne actuelle de même que la réforme fiscale projetée reconnaît que les fonds mutuels peuvent tenir lieu de canalisateur pour transmettre le revenu des placements et les gains de capital à leurs actionnaires. En raison des avantages susmentionnés qu'offrent les fonds mutuels, ils semblent constituer une formule très appropriée pour le fonds d'investissement immobilier, abstraction faite des autres empêchements. La présente section examine donc le statut des fonds mutuels tant en vertu des lois fiscales actuelles que projetées, en vue de s'assurer si leur traitement fiscal pourrait en faire ou non la formule appropriée pour augmenter l'afflux de fonds à l'habitation et à la construction au Canada.

1. *Définition d'un fonds mutuel*

Il est extrêmement difficile d'établir une définition approfondie d'un fonds mutuel. Le comité canadien sur les fonds mutuels et les comptes d'investissement a recommandé que l'expression *fonds mutuel* devrait inclure . . . toute organisation qui émet, offre en vente, ou a des instruments en circulation (qu'ils s'appellent actions, unités ou autrement) qui donnent à leur détenteur le droit de recevoir, sur demande ou à l'expiration d'un délai spécifié, une somme calculée d'après la valeur proportionnelle de son intérêt dans l'actif de l'émetteur. Si le prix de rachat est calculé par rapport à la valeur d'un intérêt proportionnel dans un portefeuille de valeurs, tel qu'un fonds séparé ou un fonds de fiducie, ce portefeuille est considéré aux termes de la présente définition comme l'organisation émettrice et en conséquence comme une entité qui est de fait un fonds mutuel.¹⁶

Le comité propose qu'une organisation ne devrait pas être traitée comme un fonds mutuel à des fins de réglementation,

¹⁶ Rapport du comité canadien d'étude des fonds mutuels et des contrats de placement, étude fédérale provinciale (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1969).

1. si elle ne s'est pas livrée ou si elle ne se livre pas à la répartition primaire de ses actions ou des ses unités au public;
 2. si ses parts ou ses unités sont détenues par 50 personnes ou moins.
- De plus, un administrateur devrait être autorisé à déterminer qu'une organisation qui satisfait la définition d'un fonds mutuel "est un fonds mutuel, nonobstant qu'il tombe sous le coup de l'une ou des deux exceptions susmentionnées; ou qu'il n'est pas un fonds mutuel."¹⁷

2. Taxation actuelle des fonds mutuels

a) Genres de fonds mutuel

Aux fins de l'impôt canadien actuel, les fonds mutuels ont été classifiés¹⁸ sous les cinq rubriques suivantes:

1. Fonds en fidéicommiss qui font la distribution
2. Fonds en fidéicommiss qui ne font pas de distribution
3. Fonds constitués en société qui font la distribution et qui se conforment à l'article 69
4. Fonds constitués en société qui font la distribution sans se conformer à l'article 69
5. Fonds constitués en société qui ne font pas de distribution et qui ne se conforment pas à l'article 69.

La présente étude ne s'arrête pas en détail aux fonds constitués en société ou en fidéicommiss qui ne font pas de distribution, parce qu'un fonds d'investissement immobilier, quelle qu'en soit la constitution, ferait normalement une distribution de tout son revenu ou de la plus grande partie de son revenu à ses actionnaires. En conséquence, on s'arrêtera particulièrement aux fonds mutuels qui distribuent leur revenu.

b) Taxation actuelle

(i) FONDS GÉRÉS EN FIDÉICOMMIS

Les aspects de l'impôt sur le revenu qui sont applicables à tous les fonds mutuels gérés en fidéicommiss sont ceux qui sont présentés dans leurs grandes lignes à la section I, se rapportant à la taxation des fiducies. Tel que noté, aux termes de l'article 63 de la Loi de l'impôt sur le revenu, le fiduciaire est assujéti à l'impôt selon le taux d'impôt sur le revenu particulier à progression rapide, sur le revenu de la fiducie. Deux exceptions à cela sont que les gains de capital ne sont pas imposés et qu'il est permis de faire une déduction pour tout le revenu distribué au cours d'une année, aux détenteurs d'unités. Cette déduction visant le revenu distribué signifie qu'un fonds mutuel géré en fidéicommiss peut, en pratique, tenir lieu de canalisateur aux fins de l'impôt. A l'exception des gains de capital, le revenu réellement payé ou dont le détenteur d'unités est en droit de demander le paiement, est alors imposé aux mains des détenteurs d'unités. Les profits réalisés par un détenteur d'unités au rachat des unités ne sont pas imposables, sauf dans la mesure où le fonds détient en mains un revenu non distribué. Les gains de capital du fonds distribués aux détenteurs deviennent des gains de capital dans les mains du détenteur

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ Ces catégories ont été établies par le Comité canadien sur les fonds mutuels, *ibid.*, Annexe C.

d'unités. En raison de la forte imposition des fonds gérés en fiducie et qui ne font pas de distribution, il n'existe pas de tels fonds mutuels au Canada depuis le 31 décembre 1967 et en l'absence de dispositions spéciales d'allègement, il est peu vraisemblable qu'il y en aura aux termes de la loi fiscale existante ou projetée.

(ii) FONDS MUTUELS INCORPORÉS

Aux fins de l'impôt, il y a deux genres de fonds mutuels incorporés; ceux qui sont conformes à l'article 69 et ceux qui ne le sont pas. Par définition, un fonds mutuel incorporé qui ne fait pas de distribution ne peut pas se prévaloir des avantages que prévoit l'article 69 en ce qui concerne l'impôt, et pour cette raison, on ne l'étudie pas ici.

FONDS MUTUELS NON CONFORMES À L'ARTICLE 69

Un fonds mutuel incorporé sera taxé comme une corporation ordinaire lorsqu'il ne se conforme pas aux exigences de l'article 69. Les principaux éléments d'une telle imposition sont les suivants:

1. Le taux de base de l'impôt est de 21% pour les premiers \$35 000 d'intérêt et d'autres revenus, et 50% sur toute recette en excédent de ce montant.
2. Le fonds reçoit des dividendes exempts d'impôt de corporations imposables résidentes au Canada.
3. Les dividendes que le fonds paie aux corporations résidentes imposables au Canada ne sont pas imposés vis-à-vis du bénéficiaire lorsque les dividendes sont payés aux actionnaires particuliers, ils sont compris dans le revenu mais l'impôt de 20% des dividendes est accessible aux actionnaires particuliers résidant au Canada.
4. Les gains de capital ne sont pas imposés en ce qui concerne le fonds.
5. Les gains réalisés par un actionnaire au rachat d'actions ne sont pas imposables, sauf dans la mesure où le fonds détient un revenu non réparti en mains, étant donné que cette expression est définie à l'article 82 de la Loi, au moment du rachat. Le revenu non réparti en mains ne crée pas cependant, de grands problèmes lorsque tout le revenu du fonds est distribué aux actionnaires étant donné qu'il est réduit du montant des dividendes payés.
6. Les gains de capital réalisés par un fonds mutuel constitué en corporation et distribués en argent comptant à ses actionnaires canadiens, sont imposés comme des dividendes.

D'après ce qui précède, on peut constater que l'imposition des fonds mutuels constitués en société qui ne sont pas conformes à l'article 69 et de leurs actionnaires, peut être très rigoureuse en ce qui concerne tout le revenu autre que les dividendes reçus des corporations résidentes imposables. Le revenu est imposé une fois au niveau de la société et de nouveau aux mains des actionnaires alors que l'investissement direct par l'actionnaire dans des titres qui portent intérêt par exemple, entraînerait un impôt seulement aux mains de l'actionnaire. Le *Tableau 7-1* illustre cette absence d'équivalence d'impôt entre l'investissement direct et l'investissement indirect. Il démontre également que cet effet est particulièrement rigoureux pour les contribuables

dans les niveaux de revenu inférieurs et que le dégrèvement de 20% de dividendes accorde plus de bénéfices proportionnels aux contribuables à revenu élevé qu'aux contribuables à revenu peu élevé.

FONDS CONFORMES À L'ARTICLE 69

L'article 69 fut promulgué pour amoindrir le fardeau accru qui est dévolu aux contribuables en ce qui concerne l'intérêt, les loyers et les autres revenus, y compris les dividendes provenant de corporations résidentes imposables, obtenus par l'entremise de fonds mutuels ou d'une corporation d'investissement. L'article 69 de la Loi de l'impôt sur le revenu donne droit à un fonds mutuel constitué en société d'être imposé au taux uniforme d'approximativement 21% sur tout son revenu imposable à condition de s'être conformé aux exigences visant les questions suivantes.¹⁹

1. Actif: Au moins 80% des biens du fonds consistaient, toute l'année durant, en actions, obligations, titres négociables ou espèces, et tout au plus 10% de son actif consistaient en actions, obligations ou titres à provenance d'un créancier quelconque à l'exception des gouvernements.
2. Revenu: au moins 85% de son revenu brut provenaient de sources canadiennes et au plus 25%, d'intérêts. Au moins 95% de son revenu (à l'exclusion des gains de capital) provenaient d'actions, d'obligations, de titres négociables ou d'espèces.
3. Propriété: le fonds comportait au moins 50 actionnaires toute l'année durant, dont aucun ne devait détenir plus de 25% des actions du fonds.
4. Répartition: avant la fin de son année fiscale, un fonds doit avoir distribué à ses actionnaires, un montant égal à au moins 85% de son revenu imposable et de son revenu exempt d'impôt, moins l'impôt de 21% et l'impôt payé au cours de l'année aux autres gouvernements. Le chiffre de 85% ne devait pas comprendre les dividendes d'actions ni des montants semblables.

Le *Tableau 7-2* illustre comment l'impôt de 21% en vertu de l'article 69 réduit non seulement les impôts mais en fait, peut produire des taux moindres relativement à l'investissement direct pour un contribuable particulier dont le taux d'impôt marginal particulier est plus élevé que l'impôt sur le revenu de corporations d'investissement aux termes de l'article 69. Cet avantage se présente lorsque le fonds mutuel retire des intérêts, des loyers ou d'autres revenus, parce qu'il dispose du dégrèvement fiscal de 20% des dividendes en ce qui concerne ce revenu, alors qu'il ne le ferait pas autrement. Pour éviter qu'on abuse de cet avantage, l'article 69 (2) (bb) prévoit qu'au plus 25% du revenu brut de la corporation d'investissement peuvent provenir d'intérêts. Il faudra également remarquer que lorsque l'actionnaire du fonds mutuel se situe dans une échelle inférieure à celle à laquelle l'impôt de l'article 69 s'applique, il y a une pénalité d'impôt pour avoir reçu des intérêts ou d'autres revenus par l'entremise du fonds mutuel, à moins qu'il n'existe un autre revenu imposable qui peut servir à contrebalancer le dégrèvement fiscal des dividendes. Etant donné qu'un fonds de pension, par exemple, ne recevrait pas de revenu imposable, il ne serait pas sage de réaliser des intérêts, des

¹⁹ Voir l'article 69(2).

Tableau 7-1

**IMPÔT ACTUEL DES FONDS MUTUELS CONSTITUÉS EN
SOCIÉTÉ NON CONFORMES À L'ARTICLE 69, ET DE LEURS
ACTIONNAIRES, SUR L'INTÉRÊT, LE LOYER ET D'AUTRES REVENUS**

				<i>Investissement par un particulier par l'entremise d'un fonds mutuel constitué en société dans une propriété productrice de revenu</i>			
A. Impôt du fonds							
					100		
					<u>50</u>		
					50		
				<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	
				80%	50%	20%	
B. Impôt de l'actionnaire							
				50	50	50	
				40	25	10	
				10	10	10	
				30	15	0	
				20	35	50	
				<i>Investissement direct par un particulier dans des titres portant intérêt</i>			
				<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	
				80%	50%	20%	
				100	100	100	
				80	50	20	
				20	50	80	

¹ "Autres revenus": L'expression exclut les dividendes provenant de corporations résidentes imposables et de corporations non résidentes ou de corporations d'affaires étrangères lorsque plus de 25% de leur capital-actions émis (avec plein droit de vote dans toutes les circonstances) appartiennent au fonds mutuel constitué en société; ces dividendes ne sont pas imposables vis-à-vis du fonds (article 28).

Tableau 7-2

**IMPÔT ACTUEL DES FONDS MUTUELS INCORPORÉS
SE CONFORMANT À L'ARTICLE 69 ET DE LEURS ACTIONNAIRES
SUR L'INTÉRÊT, LE LOYER ET D'AUTRES REVENUS**

A. Impôt du fonds							
					100		
					<u>21</u>		
					79		
				<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>	<i>Taux de</i>
				80%	50%	20%	0%
B. Impôt de l'actionnaire							
				<u>79.0</u>	<u>79.0</u>	<u>79.0</u>	<u>79.0</u>
				63.2	39.5	15.8	0
				15.8	15.8	15.8	0
				<u>47.4</u>	<u>23.7</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
				31.6	55.3	79.0	79.0
				<i>Investissement direct par un particulier dans les titres portant intérêt</i>			
				100	100	100	100
				80	50	20	0
				20	50	80	100

* "Autres revenus": l'expression exclut les dividendes provenant de corporations résidentes imposables parce que ces dividendes ne sont pas imposables pour le fonds mutuel.

loyers ou un revenu ne provenant pas de dividendes, indirectement par l'entremise d'un fonds mutuel.

UTILITÉ DE L'ARTICLE 69

Nous constatons qu'à compter du 31 décembre 1967, seulement 19 des 45 fonds mutuels constitués en sociétés qui se sont rapportés au comité²⁰, se sont conformés aux dispositions de l'article 69 visant les corporations de placement. Ces 19 fonds détenaient cependant, 67% de tout l'actif des fonds mutuels canadiens admissible pour la vente au Canada.

Parce que les gains de capital et les dividendes qu'un fonds mutuel constitué en société reçoit d'une corporation résidente imposable, ne sont pas imposables, l'impôt de l'article 69 peut être plus profitable que la propriété directe seulement en ce qui concerne les intérêts, les loyers et les autres revenus et, dans cette mesure, il va au-delà du principe fiscal de canalisateur.

UTILITÉ DE L'ARTICLE 69 EN CE QUI CONCERNE LES FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

En vertu de la loi actuelle, les avantages de l'article 69 ne seraient pas disponibles à un fonds d'investissement immobilier parce que son revenu proviendrait principalement d'intérêts, de loyers, de dividendes et de gains de capital. On peut discuter de l'opportunité de modifier l'article 69 pour permettre que l'intérêt hypothécaire, les loyers et d'autres revenus soient admissibles à ce traitement. Tel que noté cependant, cette forme de traitement fiscal ne serait pas acceptable pour les fonds de pension. Elle ne serait pas acceptable non plus du point de vue fiscal pour certains investisseurs non résidents, parce qu'ils n'auraient pas droit au dégrèvement fiscal de 20% des dividendes. Elle serait moins profitable aux contribuables particuliers résidents dont le taux d'impôt marginal est inférieur à 20%, mais elle serait plus favorable pour les particuliers résidents dont le revenu se situe dans les échelles plus élevées en ce qui concerne les loyers et les intérêts. Cet article profiterait aux actionnaires de corporation résidente d'un fonds d'investissement immobilier en ce qui concerne tout le revenu autre que les dividendes et les gains de capital.

(iii) CONCLUSION

Si le gouvernement conclut qu'il devrait accorder une incitation fiscale en ce qui concerne le mouvement des fonds du secteur privé vers l'habitation et la construction au Canada, la modification de l'article 69 combinée au dégrèvement fiscal des dividendes serait un moyen de réaliser ces avantages en ce qui concerne les intérêts, les loyers et les autres revenus, à l'exclusion des dividendes et des gains de capital. Les avantages d'une telle incitation ne bénéficieraient pas cependant aux fonds de pension ni aux non résidents, non plus qu'à certains petits investisseurs particuliers. Parce qu'une telle méthode, par opposition à l'investissement direct, serait plus favorable à certains investisseurs et moins favorables à d'autres, pour des raisons qui n'ont aucun rapport avec l'incitation à accorder, il semblerait désirable de trouver une autre méthode en ce qui concerne l'article 69, si la chose peut être réalisée.

²⁰ Rapport du Comité canadien d'étude des fonds mutuels et des contrats de placement.

IV. AUTRES CONSIDÉRATIONS D'IMPÔT POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Après avoir examiné l'acceptabilité générale, du point de vue fiscal, de la formule possible pour le fonds d'investissement immobilier telles que les fiducies, les corporations et les fonds mutuels, il est approprié d'étudier certains des problèmes fiscaux spécifiques qui se présenteraient à un fonds d'investissement immobilier, indépendamment du genre de formule qu'on choisirait. Même si le principe fiscal de canalisateur est accordé aux fonds d'investissement immobilier et à leurs actionnaires, il est nécessaire d'examiner comment seront taxés les investissements dans les hypothèques et les avoirs immobiliers. Par exemple, les recettes seront-elles taxées comme un revenu ou comme un gain de capital? La présente section traite de ce sujet et de certaines autres questions plus importantes.

1. *Revenu d'affaires par opposition au revenu d'une propriété*

a) Généralités

Le droit canadien actuel établit une distinction entre trois sources économiques de revenu spécifiquement désignées, nommément, les commerces, les propriétés et les bureaux et l'emploi. Des conséquences fiscales différentes s'appliquent à l'égard de chacune de ces sources.²¹ La présente étude ne s'intéresse pas au revenu provenant des bureaux et des emplois, mais elle s'intéresse à distinguer le revenu d'un fonds d'investissement immobilier qui provient d'une propriété ou d'un commerce.

Un fonds d'investissement immobilier retirera un revenu d'une ou de toutes les manières suivantes:

1. Intérêt d'hypothèques, de titres et de dépôts
2. Escomptes ou bonis sur les hypothèques
3. Loyers d'une propriété immobilière
4. Dividendes des corporations
5. Gains à la disposition d'actifs

En ce qui concerne tous les revenus susmentionnés d'un fonds d'investissement immobilier, il peut en résulter des conséquences fiscales différentes selon que l'on considère que le fonds retire son revenu d'une propriété ou d'un commerce. Les deux principales différences sont d'abord, que certaines recettes sont traitées comme un revenu ou comme un gain de capital; et deuxièmement, lorsque les recettes sont considérées comme un revenu, est-il permis de faire certaines déductions au revenu en calculant le revenu imposable.

b) Gains de capital par opposition au revenu

(i) GÉNÉRALITÉS

Un des problèmes fiscaux les plus difficiles à résoudre, dans le cas d'un fonds d'investissement immobilier, consiste à déterminer si les montants reçus par son entremise constituent un revenu ou un gain de capital. Cette distinction est très importante en vertu du régime actuel où les gains de capitaux ne sont pas imposés du tout. Il restera important en vertu du système de réforme

²¹ Article 3.

fiscale projetée, lorsqu'une partie ou la totalité des gains de capital peuvent être imposés à seulement la moitié des taux applicables au revenu.

L'importance de distinguer entre un revenu d'affaires et un revenu d'immeubles en traitant avec la question de savoir si les recettes constituent un revenu ou un gain de capital, découle du fait que l'impôt sur les gains de capital ne s'appliquera pas dans tout cas où les recettes proviennent de l'exploitation d'un commerce. Il est donc nécessaire de déterminer si certaines recettes d'un fonds d'investissement immobilier constitueraient un revenu d'affaires.

(ii) GAINS DÉCOULANT DE L'EXPLOITATION D'UN COMMERCE

Un fonds d'investissement immobilier pourrait subir des gains ou des pertes au moment de disposer d'un avoir dans une propriété immobilière ou d'un avoir dans des créances, telles que des hypothèques, antérieurement à leur maturité.

DISPOSITIONS DE LA LOI

L'article 139(1)(e) de la Loi définit un commerce de manière à inclure "... une profession, un métier, un commerce, une fabrication ou une activité de quelque genre que ce soit et comprend une initiative ou affaire d'un caractère commercial, mais ne comprend pas une charge ou emploi. Il reste donc à déterminer si les gains ou les pertes d'un fonds d'investissement immobilier lors de la disposition de certains de ses actifs découlant de l'exploitation d'un "commerce", d'une entreprise ou affaire de caractère commercial" ou "d'une activité de quelque genre que ce soit."

PRINCIPES DÉCOULANT DE CAS

Il y a probablement eu plus de cas sur la question de savoir si les gains provenant de la disposition d'avoirs de participation dans une propriété immobilière constituent un revenu ou un gain de capital, que pour toute autre question d'impôt au Canada. Il n'est pas possible cependant, non plus qu'il n'est nécessaire pour les fins de la présente étude, de faire plus que s'arrêter un moment sur certaines des considérations principales.

Pour arriver à une décision en ce qui concerne un revenu ou un gain de capital, ci-après une liste des facteurs que les tribunaux ont tenus pour pertinents:

1. l'intention du contribuable
2. le nombre et la fréquence des transactions
3. le commerce ordinaire du contribuable
4. le genre de terrain
5. le but de l'achat
6. la méthode d'achat
7. la méthode de vente
8. la raison de la vente
9. les buts de la corporation ou du trust

L'objet primordial dans l'examen de ces facteurs consiste à déterminer si le profit ou la perte découle tout simplement d'une réalisation ou d'un changement d'investissement par opposition à "un acte exécuté dans ce qui est réelle-

ment l'exploitation ou la fermeture d'un commerce".²² Tel que noté, la définition d'un commerce dans la Loi de l'impôt sur le revenu est très vaste et comprend "une initiative ou affaire de caractère commercial". Cet aspect constitue peut-être le principe directeur le plus utile. En d'autres mots, si le fonds d'investissement immobilier agit en fait de la même manière qu'un entrepreneur ou un aménagiste immobilier ordinaire dont les activités sont orientées vers l'achat et la revente de propriétés immobilières moyennant un profit, il n'y a aucun doute alors, que ces gains constituent un revenu d'affaires et non un gain de capital.

BUTS D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT

Le but primaire d'un fonds d'investissement immobilier et son intention au moment de l'achat de son actif, se situent dans l'investissement pour retirer l'intérêt sur les hypothèques et un revenu-loyer de la propriété immobilière. Ces buts ne sont pas pour négocier ou traiter en hypothèques et en propriétés immobilières de la même manière que par exemple, un grossiste, qui peut acheter des biens uniquement en vue de les revendre moyennant un profit. Tout profit ou perte provenant de ventes sont simplement le résultat d'une réalisation ou d'un changement d'investissement par opposition à la négociation active dans ces propriétés.

(iii) CONCLUSIONS

Parce que le but principal d'un fonds d'investissement immobilier consiste à gagner un revenu soutenu pour ses actionnaires, on a toutes les raisons de dire que les gains provenant de la réalisation d'actifs d'investissement, y compris les hypothèques et les avoirs de participation dans une propriété immobilière, seraient des gains de capital et non un revenu. Mais, en raison de l'intention et du but premier de l'investissement et du fait que le fonds d'investissement immobilier lui-même ne pourrait pas exploiter un commerce de la même manière qu'un négociant qui détient des inventaires immobiliers ou des hypothèques ou qui organise son activité de façon commerciale pour y arriver, le droit canadien devrait dans son état actuel, tenir tout gain ou toute perte pour un capital et non pour un revenu. Pour s'assurer qu'un fonds d'investissement immobilier agit comme investisseur passif plutôt qu'un négociateur, il ne serait pas inapproprié d'imposer des exigences de passivité et de non négociation à un fonds d'investissement immobilier afin qu'il soit admissible tant au traitement des gains et des pertes comme s'il ne s'agissait pas de revenus, qu'au traitement fiscal de canalisateur. Ces exigences visant la passivité et le non-négoce ont été imposées au trust d'investissement immobilier des Etats-Unis.

c) Intérêts

(i) GÉNÉRALITÉS

Tel que noté ci-dessus, la réponse à la question de savoir si un fonds d'investissement immobilier exploite un commerce d'achat et de vente de propriétés immobilières et d'hypothèques, détermine si les gains ou les pertes sont imposables comme un revenu d'affaires. En ce qui concerne le revenu-intérêt

²² *Californian Copper Syndicate Ltd. v. Harris* (1904) 5 t.c. 159, à la page 165.

provenant des hypothèques, et peut-être d'autres titres de créance se rapportant à l'habitation et à la construction, il est également nécessaire de déterminer si le fonds d'investissement immobilier exploite le commerce des prêts en argent sur la garantie d'une propriété immobilière ou autrement. La réponse à cette question aidera à déterminer si certains paiements, tels que les bonis ou les escomptes hypothécaires, constituent un revenu ou du capital. Cela déterminera également si l'intérêt est un revenu de propriété ou de commerce, et partant, quelle déduction du revenu brut il faut faire en calculant le revenu imposable.

(ii) INTÉRÊTS PROVENANT DE L'EXPLOITATION D'UN COMMERCE

On a conclu antérieurement dans la présente étude, qu'un fonds d'investissement immobilier pourrait être un investisseur passif plutôt que l'exploitant d'un commerce de négociations en avoirs immobiliers et en hypothèques. La question se pose alors à savoir si l'on peut adopter la même position en ce qui concerne l'investissement d'argent dans des hypothèques ou dans d'autres instruments de créance se rapportant au financement de l'habitation et de la construction.

Dans le cas d'une banque, le revenu-intérêt provient du commerce des prêts; son flot principal de revenu ne vient pas de l'investissement dans une propriété qui porte intérêt. Un fonds d'investissement immobilier différerait considérablement d'une banque cependant, étant donné qu'il investirait tout simplement les fonds de ses actionnaires et créanciers dans des hypothèques. Un dépôt en banque reçoit un intérêt à un taux fixe ou déterminable que la banque garantit alors que le revenu d'un actionnaire d'un fonds d'investissement immobilier dépendrait directement des profits que les investissements dans les hypothèques et d'autres propriétés rapportent au fonds. Un fonds d'investissement immobilier ne serait pas dans le commerce pour se faire un revenu pour lui-même en se fondant sur l'écart des taux d'intérêt entre les fonds empruntés et les fonds investis, mais passerait tout son revenu d'investissement à ses actionnaires. Le rôle d'un fonds d'investissement immobilier serait totalement un rôle d'investisseur mais il ne ressemblerait pas aux compagnies de conseiller en investissement qui gagnent un pourcentage des profits ou quelque autre montant. Si un fonds d'investissement immobilier devait être organisé de manière à ne pas avoir d'occasions de gagner des profits pour lui-même provenant de ses activités d'investissement, il pourrait alors être difficile de prétendre que le fonds d'investissement immobilier exploite un commerce de conseiller en investissement.

En conclusion, si un fonds d'investissement immobilier était alors organisé de telle manière que ses activités d'investissement soient complètement différentes de celles des banques et des sociétés de conseiller en investissement, il n'y aurait aucune raison de prétendre, en vertu de la Loi actuelle, que le fonds d'investissement immobilier exploite un commerce. Son revenu-intérêt, qui plus tard serait transmis à ses actionnaires, serait de la nature d'un revenu non commercial provenant d'investissements dans des propriétés qui portent intérêt tels que des hypothèques.

(iii) INTÉRÊTS PAR OPPOSITION AUX GAINS DE CAPITAL: GÉNÉRALITÉS

Après avoir conclu qu'un fonds d'investissement immobilier pourrait être exploité de manière que son revenu-intérêt ne provienne pas de l'exploitation d'un commerce, il reste qu'il faille examiner certains genres de revenus qui peuvent provenir de l'investissement dans des actes de créance garantie par la propriété immobilière, afin de s'assurer que ces revenus constitueraient un revenu ou des recettes de capital. Tout montant qui est tenu pour de l'intérêt sera imposable au plein taux de revenu. L'intérêt a été défini comme le rendement ou la compensation pour le recours à une personne ou à ses services, moyennant une somme d'argent qui appartient à une autre, au sens familial, ou encore qui est due à une autre.²³

Ou comme Lord Wright disait dans le cas de *Westminster Bank Limited v. Riches*: L'essence de l'intérêt est qu'il constitue un paiement qui devient dû parce que le créancier n'a pas eu son argent à la date d'échéance. Il peut être considéré comme s'il représentait le profit qu'il aurait pu faire s'il avait pu se prévaloir de cet argent ou inversement, la perte qu'il aurait pu subir parce qu'il ne s'en est pas servi ainsi. L'idée générale est qu'il a droit à une compensation pour en avoir été privé.²⁴ Généralement parlant alors, l'intérêt est un paiement pour s'être servi d'argent.

PRIMES, BONIS ET ESCOMPTES

Le principal problème se situe dans la séparation de l'élément intérêt ou revenu en ce qui concerne les prêts, de l'élément principal ou capital.²⁵ Ce problème se pose lorsqu'il y a un boni, une prime ou un escompte associé à un prêt. Une grande partie de la jurisprudence canadienne a été élaborée sur la question de savoir si les bonis ou les primes au remboursement d'une créance constituaient un intérêt ou un paiement de capital. La distinction fondamentale adoptée tant dans les cas en Angleterre qu'au Canada, est qu'un paiement par un débiteur sera tenu comme de l'intérêt lorsqu'il est payé pour s'être servi de l'argent, et comme une prime ou boni et partant une recette de capital, lorsque ce montant est payé "pour compenser le risque de la perte de capital par suite d'un défaut de remboursement ou par une baisse de la valeur de l'argent".²⁶

Les bonis, les primes et les escomptes sur des prêts peuvent prendre un certain nombre de formes mais dans leur essence, ils représentent un remboursement au prêteur d'un montant plus élevé que la valeur nominale du

²³ Per Rand, J.) in *Re Farm Security Act 1944* (1947) SCR 394, pp. 411.

²⁴ *Westminster Bank Limited v. Riches* (1947) A.C. 398; 28 T.C. 159.

²⁵ L'article 108-3 établit que "si l'article 7 exigeait, au cas où la Partie I était applicable, qu'une partie du paiement soit incluse dans le calcul du revenu du bénéficiaire parce que ce paiement peut raisonnablement être considéré comme un paiement d'intérêt, cette partie du paiement, pour l'application de la présente Partie, est censée avoir été un paiement d'intérêt". L'article 7(1) établit que "lorsqu'un paiement effectué en vertu d'un contrat ou autre entente peut raisonnablement être considéré en partie comme un paiement d'intérêt ou autre paiement à titre de revenu et en partie comme un paiement à titre de capital, la fraction du paiement qui peut raisonnablement être considérée comme paiement d'intérêt ou paiement à titre de revenu est incluse dans le calcul du revenu du bénéficiaire, sans égard à la date où le contrat ou l'entente a été conclu, à sa forme ou à son effet juridique. 1948, c. 52, art. 7.

²⁶ LaBrie F. E. *The principles of Canadian Income Taxation*, Toronto CCH Canadian Limited 1965 pp. 148.

prêt et des intérêts combinés. Par exemple, il est possible d'acheter des obligations au-dessus ou en bas de la valeur au pair et de les rembourser au pair; les hypothèques peuvent être achetées moyennant un escompte puis retenues jusqu'à l'échéance; ou des prêts peuvent être consentis sans intérêt ou à un intérêt très peu élevé. Dans ce secteur du droit, il faut souligner particulièrement qu'il est difficile de laisser pressentir les règles générales parce que chaque cas dépendra dans une large mesure de ses faits particuliers. Les cas cités comme exemples constituent donc une autorité en général seulement dans des circonstances essentiellement semblables.²⁷ Aux fins d'analyse, on distingue un prêt sans intérêt ou à un taux très peu élevé d'un prêt qui est consenti à un intérêt raisonnable.

Dans le cas d'un prêt qui est fait sans intérêt ou à un taux d'intérêt peu élevé, mais dont le remboursement comprend une prime ou un boni, il est généralement admis hypothétiquement que la prime ou le boni tiennent lieu d'intérêt et en conséquence doivent être traités comme un intérêt aux fins de l'impôt.²⁸ Lorsqu'un taux d'intérêt commercial raisonnable est exigé, "on ne peut présumer qu'un escompte auquel le prêt est consenti ou une prime à laquelle il est payable est de la nature de l'intérêt".²⁹ Le taux d'intérêt sera un taux commercial raisonnable selon que le cas s'identifie à toutes les circonstances et à la pratique commerciale en ce qui concerne des prêts semblables moyennant une garantie semblable. Lorsqu'un taux commercial est exigé, l'intérêt est évidemment un loyer payé pour obtenir de l'argent, et la prime sera tenue pour un paiement provenant du risque supplémentaire auquel le capital est exposé. Il est donc pertinent de décider "de la nature du risque auquel le capital est exposé et de la mesure dans laquelle, s'il y a lieu, les partis ont expressément tenu compte du risque auquel le capital est exposé ou encore sont censés raisonnablement de l'avoir fait, en établissant les conditions du contrat".³⁰ Lorsque le risque est grand, les taux d'intérêt commerciaux seront plus élevés et une partie de la prime pourrait être tenue pour de l'intérêt.³¹

D'autres facteurs pertinents lorsqu'il s'agit de déterminer si un paiement constitue un intérêt ou un capital, ont été démontrés dans un certain nombre de cas. Le fait qu'un soi-disant boni soit un montant précis, qui ne varie pas avec la durée de l'encours du prêt, est une preuve d'un boni de capital.³² Non

²⁷ Tel qu'énoncé par Lord Greene, M.R., dans *Lomax v. Peter Dixon & Son Limited*, (1943) 1 K.B. 671, la "vraie nature de l'escompte ou de la prime . . . doit être vérifiée d'après toutes les circonstances du cas et indépendamment de toute question de droit qui peut porter sur la question (tel que l'interprétation du contrat), et ne fera pas l'objet d'une détermination comme question de fait par les commissaires."

²⁸ L'autorité directrice sur cette question est *National Provident Institution v. Brown*, (1921) A.C. 222, où il est prétendu que l'excédent reçu par un détenteur de bons du Trésor émis moyennant un escompte au-dessus de ce qui a été réalisé à la vente ou au rachat, est taxable comme revenu.

²⁹ Lord Greene, M.R., *Lomax v. Peter Dixon & Sons Limited*, (1943) 1 K.B. 671, p. 682.

³⁰ *Ibid.* Il a également déclaré "Il n'y a aucune présomption à admettre qu'un escompte auquel le prêt est consenti ou une prime auquel il est payable, est de la nature de l'intérêt" lorsqu'un "taux commercial raisonnable d'intérêt est applicable à une garantie raisonnablement saine."

³¹ 59 DTC 104.

³² *No. 642 v. M.N.R.*, 59 DTC 355; and *C.I.R. v. Thomas Nelson & Sons Ltd.* (1938), 22 T.C. 175.

plus que le fait qu'un boni est appelé "intérêt" ou qu'il peut être calculé comme "un intérêt de 6 mois", ne détourne son acception de la nature essentielle de capital.³³

Dans le cas des hypothèques, il est courant de prévoir des bonis et on déterminera s'il s'agit de paiements de capital en se fondant sur les principes susmentionnés. Les cas qui prétendent que ces bonis sont un revenu aux mains de certains contribuables parce que leurs recettes constituent en fait, l'exploitation d'un commerce ne doivent pas être admis cependant comme s'ils obscurcissaient le fait que des bonis ne sont pas tenus pour de l'intérêt.³⁴

CAPITALISATION DE L'INTÉRÊT

Lorsque les portions de capital et intérêt d'une créance sont en arrérage, les parties peuvent convenir de refinancer l'obligation en consolidant l'intérêt passé dû au principal et en établissant par la suite, l'intérêt sur le montant total. Tel qu'énoncé par Lord MacMillan:

"L'option de capitaliser est une option d'exiger un intérêt composé... l'intérêt non payé ne cesse jamais de garder son caractère d'intérêt bien qu'il ait été à l'occasion, ajouté au principal de la dette et qu'il ait porté un intérêt à son tour."³⁵

L'article 24(1) de la Loi prévoit que lorsqu'un titre est substitué à l'intérêt, aux dividendes ou à d'autres créances alors dûs et payables, la valeur du titre substitué sera incluse dans le revenu du récipiendaire au cours de l'année fiscale durant laquelle cette garantie a été reçue. En vertu de cet article, on a prétendu, par exemple, que les actions émises à des non résidents au lieu d'un intérêt de débenture alors payable, sont traitées comme de l'intérêt aux termes des articles 24 et 106 (1)(b).³⁶ A la substitution d'un titre à une créance qui n'est pas encore payable, l'article 24(2) prévoit que lorsque le titre de substitution n'est pas payable avant la date de paiement de la créance qu'il remplace, il doit être inclus dans le revenu du récipiendaire pour l'année fiscale durant laquelle la créance de remplacement devint payable. L'imposition se produira à la date à laquelle la créance originale est devenue payable.

QUESTIONS D'HYPOTHÈQUE

Lorsque le taux d'intérêt précisé dans un acte d'hypothèque est inférieur au taux de rendement approprié, des frais ou points d'acheminement de prêt peuvent être exigés. Il semblerait que ces points constitueraient un intérêt dans la mesure où ils sont en fait une capitalisation escomptée payée au début par l'emprunteur au lieu d'un taux plus élevé d'intérêt. Autrement, les règles ordinaires en ce qui concerne les primes sembleraient s'appliquer.³⁷

REMBOURSEMENT ANTICIPÉ

Un emprunteur peut avoir droit de rembourser par anticipation sa créance

³³ *No. 642 v. M.N.R.*, 59 DTC 355; and *Puder v. M.N.R.*, 63 DTC 1982 (Ex. Ct.).

³⁴ Voir, par exemple, *Cohen v. M.N.R.*, 57 DTC 1183; *M.N.R. v. MacInnes*, 63 DTC 1203; *Spencer v. M.N.R.*, 61 DTC 1079; and *Scott v. M.N.R.*, 63 DTC 1121.

³⁵ *Lord Macmillan, I.R.C. v. Oswald*, (1945) 1 All E.R. 641, at p. 652. Voir également un cas canadien important sur ce point, *The King v. The Toronto General Trusts Corporation, (Re Ramsey Estate)* (1942), 2 DTC 555 (Ex. Ct.).

³⁶ Voir *M.N.R. v. Manitou-Barvue Mines Ltd.*, 66 DTC 5001 (Ex. Ct.).

³⁷ Voir *Balshin Investments Ltd. v. M.N.R.*, 58 DTC 456.

hypothécaire sur paiement d'une pénalité de paiement d'avance. On a prétendu qu'un tel montant ne constituait pas un intérêt étant donné qu'il ne s'accumule pas de jour en jour mais, qu'il est un montant fixe qui ne varie pas avec le temps au cours duquel l'emprunteur a eu l'usage de l'argent.³⁸

DROITS D'ATTENTE

Ces droits peuvent être payés non en considération d'argent réellement prêté, mais comme considération face à une option d'emprunter de l'argent. Comme tel, il est peu vraisemblable que ces droits seraient tenus pour de l'intérêt bien qu'ils seraient traités comme un revenu.

INTÉRÊT IMPRÉVU

Il est concevable qu'une hypothèque pourrait prévoir qu'en plus d'un taux fixe d'intérêt, il y ait un intérêt additionnel fondé par exemple sur les recettes brutes. On peut discuter du fait qu'un intérêt imprévu ne constituerait pas de l'intérêt étant donné qu'au sens de la Loi de l'Impôt sur le Revenu, il n'est pas un montant payé pour l'usage de l'argent. De plus, tant que les dispositions de la Loi sur l'intérêt ne seront pas éclaircies, on peut même douter de la légalité de cette forme d'intérêt.³⁹ A tout événement, cet intérêt semblerait imposable comme revenu.

(iv) CONCLUSIONS

Tout montant qui est classifié comme de l'intérêt sera un revenu imposable et non un gain de capital. Cette distinction est particulièrement importante aux termes de la Loi existante et le sera en vertu de la nouvelle Loi si les gains de capital devaient être imposés à un taux moindre que le revenu.

Quoi qu'il en soit, et en admettant hypothétiquement qu'un fonds d'investissement immobilier n'exploite pas un commerce, tout l'intérêt constituerait un revenu provenant de l'investissement dans la propriété. Mais advenant que le trust exploite un commerce d'émission d'hypothèques moyennant des escomptes, par exemple, les escomptes seraient traités comme un revenu d'affaires, même en vertu de la Loi existante. En s'assurant que les activités d'un fonds d'investissement immobilier sont d'une nature d'investissement passif, il peut être possible en vertu de la Loi existante comme de la Loi projetée, de s'assurer que tout son revenu y compris l'intérêt soit traité comme un revenu d'investissement.

Aux termes, de l'article 6(1)(b) de la Loi, l'intérêt peut être imposé sur réception, si le contribuable calcule son revenu sur une base au comptant ou lorsqu'il est recevable, s'il est sur une base d'accumulation. En d'autres mots, la Loi reconnaît qu'il est possible au contribuable, en ayant recours à la méthode au comptant pour le calcul de son revenu imposable, d'ajourner l'imposition en ce qui concerne l'intérêt qui s'accumule mais qui n'est pas encore payable. A ce sujet, certains émetteurs de titres de créance ont établi que l'intérêt doit s'accumuler et être composé mais non payable avant une date ultérieure. Par exemple, la série de 1970-1971 des obligations d'épargne du Canada prévoit des certificats d'intérêt composé qui ne deviennent pas dus

³⁸ Voir *Purder v. M.N.R.*, 63 DTC 1282; and *No. 642 v. M.N.R.*, 59 DTC 355.

³⁹ Voir *Loi sur l'intérêt*, R.S.C. 102, ss. 6 et 7.

ni recevables avant la fin de la sixième et de la onzième années; ainsi, aucune partie de l'intérêt n'est imposable avant ces dates.

De même, les titres d'un fonds d'investissement immobilier sur hypothèque peuvent stipuler que l'intérêt doit s'accumuler et être composé, et non payable avant, par exemple, 5 ans ou plus, à compter de la date de l'émission. De cette manière, les contribuables pourraient ajourner tant la réception du revenu que l'impôt sur celui-ci, pour 5 ans. Un tel titre pourrait être utile pour diffuser le revenu sur des années à venir et la Loi actuelle contient des dispositions pour cette forme de taxation de l'intérêt, selon la date à laquelle l'intérêt est reçu.

Un des problèmes qui permet à un fonds d'investissement immobilier d'émettre ce genre de titres est qu'il pourrait être difficile d'en calculer la valeur sur un marché public, à moins qu'un instrument distinct couvrant un tel intérêt ne soit émis chaque année aux détenteurs, qui seraient alors sujets à l'impôt lorsqu'ils toucheraient le certificat. Cela permettrait l'ajournement de l'impôt en ce qui concerne un intérêt hypothécaire reçu par un fonds d'investissement immobilier mais qui n'est pas distribué avant un certain temps dans l'avenir. Ce genre d'ajournement ne serait pas accessible si les principes fiscaux de canalisateur étaient appliqués, sauf dans le cas où une hypothèque pourrait stipuler l'accumulation et la composition de l'intérêt. Par la même occasion, cela placerait l'intérêt gagné par un fonds d'investissement immobilier qui investit uniquement ou essentiellement dans les hypothèques, sur le même pied que les obligations et les certificats d'investissement garantis.

d) Loyers

(i) GÉNÉRALITÉS

Comme dans le cas des gains réalisés à la vente d'une propriété et de l'avoir, il est nécessaire de déterminer si les loyers constituent un revenu d'affaires ou un revenu de propriété. Cela devient particulièrement important en ce qui concerne les déductions qui peuvent être faites du revenu. Même si un fonds d'investissement immobilier n'exploite pas généralement un commerce de location de lieux afin d'obtenir un revenu-loyer, il peut toujours, en ce qui concerne certaines propriétés locatives, être tenu comme s'il retirait un revenu d'affaires, selon les services qu'il accorde aux divers locataires.

(ii) LOYER DÉCOULANT DE L'EXPLOITATION D'UN COMMERCE: GÉNÉRALITÉS

Il n'y a aucun doute que si un fonds d'investissement immobilier exploite le commerce d'un producteur immobilier qui construit des propriétés locatives, les loue à des locataires et administre les propriétés en vue d'en retirer un revenu, tous les loyers obtenus constitueraient un revenu d'affaires. Si cependant, un fonds d'investissement immobilier était impliqué seulement à offrir des finances et puis à détenir son investissement aux fins d'obtenir un revenu-loyer, on pourrait prétendre solidement, aux termes de la Loi actuelle, que le fonds d'investissement immobilier agissait seulement à titre d'investisseur en vue d'obtenir un revenu de sa propriété. La ligne de partage entre ces activités est néanmoins très ténue et elle a fait l'objet de beaucoup de jurisprudence.

JURISPRUDENCE

La question de savoir si les loyers constituent un revenu de propriétés ou d'un commerce fut très bien établie par le Lord président, lorsqu'il a dit en 1924:

Dans un cas ordinaire, il peut être difficile de déterminer le point où le simple droit de propriété d'un héritage passe à l'administration commerciale par le négociant-propriétaire, mais c'est là une question de fait d'un genre que l'on ne rencontre pas peu souvent en vertu des Lois de l'impôt sur le revenu.⁴⁰

Ou, comme l'honorable Juge O'Connor le disait, en 1948:

Un propriétaire qui traite avec son propre terrain et accorde des baux sur celui-ci, et reçoit ainsi des loyers et des profits, n'exploite pas un commerce. Mais la question ici, est que le demandeur a atteint le point où la propriété d'un terrain est devenue une entreprise commerciale foncière.⁴¹

Jusqu'à 1964, il semblait qu'il n'y avait pas de logique apparente au droit visant les cas canadiens.⁴² L'honorable Juge Thurlow prétendait dans le cas de *Wertman* que la mesure des services rendus par le propriétaire, par opposition au nombre de locataires, était un facteur déterminant.⁴³ Antérieurement, les tribunaux avaient la tendance de traiter l'état de propriétaire d'un bâtiment locatif comme presque suffisant en lui-même pour constituer l'exploitation d'un commerce.⁴⁴ Le cas *Wertman* a maintenu que le fait de fournir certains services que l'on jugeait autrefois suffisants pour donner lieu à un revenu d'affaires, ne suffirait plus. Le cas de *Walsh et Micay*⁴⁵ sur lequel une décision fut rendue l'année suivante, a fait part des services qu'il faut fournir pour constituer l'exploitation d'un commerce. Lorsque les services fournis sont relativement peu significatifs et sont normalement fournis dans le cas de logements semblables, ils font alors partie intégrante de la propriété elle-même. Pour qu'il existe un commerce, il faut aller au-delà des services normalement fournis.

Ce moyen de distinction a fait l'objet d'une critique en se fondant sur le fait qu'étant donné que les sociétés de gestion immobilière exploitent un commerce, le propriétaire le fait lui aussi lorsqu'il fournit les mêmes services.⁴⁶ On peut même prétendre que l'offre de services minimaux seulement, qui font en sorte que le propriétaire est un peu plus qu'un simple percepteur de loyer, en le constituant l'exploitant d'un commerce.

Indépendamment de l'état actuel du droit canadien, qui n'a pas encore été déterminé par la Cour Suprême, une méthode logique voudrait que l'accomplissement de toutes ces activités normalement remplies par les sociétés de gestion immobilière devraient constituer l'exploitation d'un commerce;

⁴⁰ *The Rosyth Building & Estates Co. Ltd. v. P. Rogers* (1918-1924), 8 T.C. 11, at p. 17.

⁴¹ *Martin v. M.N.R.* (1948), 3 D.T.C. 1199.

⁴² Voir *Rubenstein v. M.N.R.*, 62 DTC 100; *Ginsberg v. M.N.R.*, 7 DTC 445; *Martin v. M.N.R.*, 3 DTC 1199; *No. 240 v. M.N.R.*, 9 DTC 147; *No. 705 v. M.N.R.*, 14 DTC 301; *No. 216 v. M.N.R.*, 54 DTC 55; et *O'Dohery v. M.N.R.*, 8 DTC 463.

⁴³ 64 DTC 5158 (Ex. Ct.).

⁴⁴ Voir Allen Karp, "Rental Income: Property or Business?" *Canadian Tax Journal* Vol. 3, 1968, pp. 192-193.

⁴⁵ *Walsh and Micay v. M.N.R.*, 65 DTC 5158.

⁴⁶ Karp, "Rental Income", p. 196.

c'est une entreprise de la nature d'un commerce.⁴⁷ Le revenu reçu de cette entreprise devrait donc être réparti proportionnellement parmi les activités qui constituent la simple perception des loyers et celles qui représentent les services supplémentaires rendus. Il semblerait inutilement arbitraire d'exiger une méthode qui comprend tout ou rien, comme l'ont fait les cas récents et le cas des années antérieures.

(iii) CONCLUSIONS

Les opinions récentes de la Cour de l'Echiquier indique que les loyers seront tenus dans la plupart des cas comme un revenu de propriété de la même manière que les dividendes et les intérêts; les loyers sont un revenu découlant de l'investissement dans la propriété plutôt que dans l'exploitation d'un commerce de propriété. Cette attitude appuie la proposition voulant que l'investissement que fait un fonds d'investissement immobilier dans des intérêts immobiliers ressemble de près à l'investissement et devrait être tenu pour un investissement passif, même lorsque certains services sont accordés par le propriétaire à leur endroit.

Si l'alternative qui est peut-être plus réaliste est adoptée, les services de conseiller et de gestion devraient être séparés du revenu-loyer attribué à l'état pur de propriétaire. Cette dernière devrait être traitée comme un revenu d'investissement passif, parent des dividendes et des intérêts provenant de la propriété d'actions et de titres. Les autres fonctions — celles de conseiller, de gestion et de services fournis — devraient être traitées comme le revenu d'un commerce actif et devraient être imposables comme telles.

e) Raisons pour établir une distinction entre un commerce et une propriété

(i) GÉNÉRALITÉS

Chaque fois que les recettes sont classifiées comme un revenu, qu'il s'agisse de gains réalisés, de dividendes, d'intérêts ou de loyers, elles seront imposables en vertu de la loi actuelle comme de la loi projetée; il importe peu que leurs sources économiques se situent dans la propriété ou dans le commerce. Cette dernière distinction prend de l'importance cependant, en déterminant des questions telles que celles qui se posent lorsqu'il s'agit de décider des déductions qui peuvent être faites du revenu pour arriver à un revenu imposable.

(ii) QUELQUES CONSÉQUENCES FISCALES

En général, un plus grand nombre de déductions sont permises si le contribuable exploite un commerce plutôt que s'il investit tout simplement dans la propriété. Il en découle un certain nombre d'autres conséquences fiscales. Ci-après quelques exemples:

REPORT DE PERTES. Il n'y a que les pertes d'affaires qui peuvent être reportées pour 5 ans à venir ou pour 1 an en arrière.⁴⁸

DÉPENSES DE VOYAGE. Si la gestion de deux emplacements ou plus constitue l'exploitation d'un commerce, les dépenses de voyage y afférentes, sont déductibles.⁴⁹

⁴⁷ Article 139(1)(e).

⁴⁸ Article 27(1)(e).

⁴⁹ *Samuel Dattner v. M.N.R.*

INDEMNITÉ DES FRAIS DE PREMIÈRE INSTANCE. Lorsqu'un contribuable particulier y compris un trust, n'exploite pas un commerce en ce qui concerne des propriétés, il aura alors droit à une indemnité des frais de première instance pour la totalité de l'année civile, indépendamment de la date d'acquisition de la propriété au cours de cette année. Si cependant, le particulier exploite un commerce en ce qui concerne la propriété, la déduction devra être proportionnelle selon le nombre de jours durant lesquels il a détenu cette propriété. Parce que le revenu d'un fonds d'investissement immobilier proviendrait de l'investissement, il devrait alors avoir droit de réclamer une indemnité des frais de première instance pour la totalité de l'année fiscale. Lorsque plusieurs commerces sont exploités à l'endroit de la propriété, diverses catégories d'indemnité de frais de première instance en découlent, en ce qui concerne cette propriété.

CORPORATIONS PERSONNELLES. La corporation qui exploite un commerce actif constitue une manière d'échapper à la classification comme une corporation personnelle.⁵¹ La propriété d'immeubles producteurs de revenu, bien que cela puisse constituer une exploitation d'un commerce, peut néanmoins ne pas être un commerce "actif".⁵²

RÈGLES DE RÉPARTITION. Lorsque la propriété est transportée à un époux, le revenu qui en découle est imposable à l'endroit du cédant à moins que le conjoint récipiendaire n'exploite un commerce à ce sujet et à condition que les époux ne le fassent pas en vertu d'une association en nom collectif.⁵³

NON RÉSIDANTS. Si un non résident retire un revenu-loyer de l'exploitation d'un commerce au Canada, il sera alors imposable au plein taux personnel. S'il n'exploite pas un commerce, un impôt de 15% sur les loyers bruts sera d'application.⁵⁴ Un non résident qui n'exploite pas un commerce au Canada, a droit d'opter pour une imposition sur une base de revenu net en vertu de la Partie I de la Loi en ce qui concerne les loyers. A moins qu'il n'exploite un commerce au sujet de l'immeuble cependant, il n'aura pas droit aux déductions personnelles.⁵⁵

2. Déductions du revenu

a) Introduction

Même si les avantages de la mise en commun, de la diversification et de l'expertise d'investissement sont disponibles par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier, le revenu après l'impôt sur l'investissement déterminera la mesure à laquelle l'investissement du secteur privé est fait dans l'habitation et la construction. Une considération importante dans la détermination de ce revenu est le montant de l'impôt et partant les déductions qui sont permises sur son revenu dans le calcul de son revenu imposable. Les

⁵¹ Article 68(1)(c).

⁵² Voir *Sawle Estate*, 67 DTC 524.

⁵³ Article 21.

⁵⁴ Article 106(1)(d).

⁵⁵ Article 110(1)(c).

sections suivantes traitent de certaines des déductions les plus importantes dans le cas des fonds d'investissement immobilier.

b) Indemnité des frais de première instance

Un propriétaire d'une propriété dépréciable qui est habitué de gagner un revenu, qu'il s'agisse d'un revenu de propriété ou d'un revenu d'affaires, a droit de déduire de tout son revenu imposable certains montants en ce qui concerne cette propriété.⁵⁶

Il existe 25 différentes catégories de propriété à ces fins et chaque propriété doit être assignée à une d'elles. Il est permis chaque année, en se fondant sur un solde amenuisé, de déduire des montants précis (5% dans le cas d'un bâtiment en béton) en frais de première instance pour chaque propriété dans chaque catégorie.⁵⁷ Ces avantages fiscaux peuvent être élevés au cours des premières années mais ils diminueront à mesure que diminuent les frais de première instance non dépréciés de la propriété dans chaque catégorie. En déduisant l'indemnité des frais de première instance du revenu, le propriétaire réduit les profits disponibles pour la répartition, conservant ainsi au sein du commerce, des actifs courants pour suppléer à la déperdition de l'actif fixe en cause. Les remboursements de principal sur une hypothèque prise sur une propriété locative sont normalement financés, au moins en partie, à même les fonds conservés en déduisant l'indemnité des frais de première instance du revenu.

Lorsqu'on dispose d'un actif dans une catégorie pour un montant qui est supérieur aux frais de première instance non dépréciés de tous les actifs dans cette catégorie, la différence est reprise et traitée comme un revenu imposable.⁵⁸ Si cependant, on dispose de tous les actifs pour un montant moindre que les frais de première instance non dépréciés de tous les actifs dans cette catégorie, la différence constitue alors une perte terminale, et ce montant peut être déduit immédiatement.⁵⁹

c) Conseils sollicités et autres dépenses

Les dépenses d'un fonds d'investissement immobilier ne seraient pas déductibles du revenu si elles n'étaient pas raisonnables ou si elles n'étaient pas payées "aux fins de gagner ou de produire un revenu avec une propriété ou un commerce".⁶⁰ De plus, l'article 12(1)(c) interdit qu'une dépense soit déduite "dans la mesure où elle peut être raisonnablement considérée comme ayant été déboursée ou dépensée en vue de gagner ou de produire un revenu exempté ou relativement à des biens dont le revenu serait exempté".⁶¹ Un fonds d'investissement immobilier encourrait un certain nombre de dépenses dans ses opérations dont les plus importantes seraient les suivantes:

1. Les frais de conseiller payés pour l'aide reçue dans le choix et l'évaluation d'un investissement dans une hypothèque ou un immeuble.

⁵⁶ Article 12(1)(b).

⁵⁷ Voir Règlements, Partie XI.

⁵⁸ Article 20(1).

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ Article 12(1)(a).

⁶¹ Article 12(1)(c).

2. Les frais de gestion pour la gestion de la propriété du fonds d'investissement immobilier.
3. L'intérêt payé par le fonds d'investissement immobilier sur les argents empruntés pour lui accorder un effet spéculatif accru.

Si on accordait à un fonds d'investissement immobilier le statut d'une organisation exempte d'impôt, il n'y aurait pas de problèmes de déductibilité aux termes de la loi actuelle. Si on lui accordait le traitement fiscal de canalisateur comme on le fait pour un trust, les honoraires raisonnables de conseiller et de gestion seraient alors déductibles. La seule difficulté pourrait survenir en ce qui concerne l'article 12(1)(c). En vertu de cet article, l'intérêt payé pour faire l'acquisition par exemple, d'actions dans d'autres compagnies ne seraient pas déductibles aux termes de la loi actuelle étant donné que les dividendes qui en découleraient ne seraient pas imposables aux mains du fonds d'investissement immobilier s'il était une corporation.⁶² Si le fonds d'investissement immobilier était un trust, les dividendes seraient taxables et l'intérêt serait donc déductible. On obtiendrait probablement les mêmes résultats en vertu d'un système d'intégration complète en ce qui concerne les dividendes intersociété; et même s'il n'y avait qu'une demie-intégration, il semblerait que l'intérêt pourrait être déduit, au moins en partie. Au fait, si l'on adoptait la méthode de la distribution du revenu, doublée du traitement fiscal de canalisateur ou d'entremise, les dépenses d'intérêt pourraient être alors déduites au niveau de l'actionnaire.

3. *Imposition des gains de capital*

Le Canada ne taxe pas à l'heure actuelle les gains réalisés à la vente d'une propriété à moins que le gain ne soit réalisé dans l'exploitation d'un commerce.⁶³ Les propositions du Livre Blanc sur la réforme fiscale recommandaient que la plupart des gains soient entièrement inclus dans le revenu et sujets à l'impôt aux pleins taux du revenu. Dans la mesure où les impôts sur les gains de capital diminueraient le rendement après l'impôt pour les investisseurs dans les fonds d'investissement immobilier, un montant moindre d'investissement affluerait dans l'habitation et la construction au Canada. On peut prétendre cependant, que dans la mesure où l'imposition des gains de capital était appliquée à toute propriété, il n'y aurait pas de discrimination au sein du régime contre l'investissement dans les hypothèques et les avoirs propres en immeuble. Cet argument ne serait pas valide cependant, si les gains sur certaines propriétés telles que les actions dans les corporations ouvertes devaient être imposés à des taux inférieurs aux taux des gains sur la propriété immobilière et les hypothèques. Pour que les fonds d'investissement immobilier connaissent un certain succès donc, il faudrait qu'au minimum, ces gains soient imposés à un taux qui n'est pas supérieur à celui de toute autre propriété qui lui fait la concurrence pour les dollars d'investissement.

Dans le cas de certaines réalisations involontaires, les propositions de réforme reconnaissent qu'il faudrait admettre les roulements, ce qui voudrait

⁶² Article 29(1)(a).

⁶³ Article 139(1)(e).

dire qu'aucune imposition ne s'appliquerait lorsqu'il y a réinvestissement dans des actifs semblables en deçà d'un temps raisonnable. En raison de la demande actuelle de fonds à l'habitation et à la construction au Canada, on pourrait également étendre certaines dispositions de roulement aux fonds d'investissement immobilier en ce qui concerne leur réalisation volontaire. Advenant cela, et que les gains ou une portion de ces gains ne soient pas répartis aux actionnaires, la capacité du fonds d'investissement immobilier d'augmenter sa contribution dans ce secteur serait fortement accrue. Cette méthode du roulement augmenterait également l'épargne et l'investissement au Canada en général, sans menacer le concept d'équité parmi les contribuables, étant donné que les actionnaires d'un fonds d'investissement immobilier seraient imposés sur les recettes de leur retrait de l'investissement et tous les biens de consommation seraient alors achetés avec des dollars après l'impôt.

4. *Investisseurs non résidents dans les fonds d'investissement immobilier au Canada*

a) Généralités

En raison de l'attrait de l'immeuble canadien, on anticipe, en l'absence d'empêchements juridiques ou fiscaux, que les non résidents manifesteront un intérêt considérable à l'investissement dans les fonds d'investissement immobilier au Canada.

Toute pénalité fiscale que doivent subir les non résidents en ce faisant, agira comme une incitation négative à obtenir des investissements à même cette source potentiellement vaste. Ci-après, certains cas où cela serait important:

1. Si un impôt sur le revenu est imposé dans le pays de résidence mais que le récipiendaire tel qu'une caisse de retraite en soit exempt, tout impôt canadien perçu représentera une incitation fiscale négative.
2. Si le revenu du récipiendaire est imposable dans son pays de résidence ainsi qu'au Canada, il y aura incitation fiscale négative dans la mesure où le non résident ne peut pas contrebalancer ou dégrever tous les impôts canadiens par rapport à son impôt domestique.
3. Si le récipiendaire est résident dans une juridiction qui n'exige aucun impôt quelconque, l'incitation fiscale négative sera le montant total de l'impôt canadien imposé.

La pratique générale du Canada en vertu de la loi existante consiste à imposer, dans la plupart des cas, une retenue fiscale de 15% sur l'intérêt, les dividendes et les loyers payés aux non résidents, sans toutefois imposer d'impôt sur les gains de capital. Ainsi la Loi canadienne actuelle peut créer une incitation fiscale négative pour les non résidents qui

1. sont exempts d'impôt (tels que les caisses de retraite) dans leur pays de résidence,
2. sont résidents dans des juridictions qui n'exigent aucun impôt sur le revenu (pays avec échappatoire fiscale),
3. sont imposables dans leur propre juridiction et ne jouissent d'aucun degré-

vement ou jouissent d'un dégrèvement insuffisant pour compenser l'impôt domestique face à l'impôt canadien payé,

4. sont imposables dans leur propre juridiction et jouissent d'un dégrèvement pour compenser l'impôt canadien payé mais sont imposables dans cette juridiction à un taux moindre que le taux canadien.

Les non résidents exempts d'impôt et les non résidents provenant d'une juridiction où l'impôt est peu élevé ou encore inexistant, représenteront le plus grand nombre des investisseurs potentiels dans les fonds d'investissement immobilier canadiens qui seront affectés par les incitations fiscales négatives posées par l'imposition canadienne.

En vertu des réformes fiscales proposées, le taux d'impôt canadien pour les non résidents en ce qui concerne l'intérêt, le loyer et les dividendes serait augmenté à 25% dans le cas des pays qui ne font pas partie d'un accord et les gains de capital seraient imposés à un taux aussi élevé que les taux personnels au Canada. Dans le cas des pays qui ont fait l'objet d'un accord, le taux de 15% se maintiendra et l'imposition des gains de capital restera incertaine. Ainsi, les réformes proposées augmenteraient davantage l'incitation fiscale négative pour les investisseurs non résidents dans l'immeuble et les hypothèques au Canada, que ce soit directement par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier canadien, particulièrement dans le cas des non résidents qui proviennent de pays où aucun accord n'existe et dont l'impôt est peu élevé ou inexistant. Tel que noté, le revenu d'un fonds d'investissement immobilier pourrait consister en loyer, en gains de capital, en intérêt et en d'autres revenus. Si les non résidents du Canada devaient recevoir un tel revenu directement plutôt que par l'entremise de l'intermédiaire d'un fonds d'investissement immobilier, l'imposition canadienne actuelle serait alors telle qu'il est écrit ci-après.

b) Loyers

(i) IMPOSITION DE LA PARTIE III

Tous les paiements de loyer à un non résident par un résident au Canada sont passibles de l'impôt de 15% des non résidents sur les loyers bruts imposés en vertu de la Partie III de la Loi.

(ii) OPTION DE L'IMPOSITION DE LA PARTIE I

L'article 110 accorde à un non résident, l'option d'être imposé en vertu de la Partie I ou de la Partie III, en ce qui concerne les montants qui lui sont payés au cours de l'année fiscale comme paiement en acompte sur les loyers sur propriété immobilière au Canada, ou encore un remplacement de ceux-ci ou pour satisfaire ces montants. Le choix doit être fait dans les deux ans qui suivent la fin de l'année fiscale.

Il faut noter que l'article 108(1) stipule que la retenue fiscale de 15% aux termes de l'article 107, est payable sur le plein montant payé aux non résidents "sans qu'aucune déduction ne soit faite de ces montants"; rien ne prévoit le paiement d'un impôt sur le revenu net. Si le non résident choisit l'option de l'article 110, il aura droit de déduire de son revenu brut, toutes les déductions qui sont permises aux termes de la Partie I, y compris l'intérêt, l'indemnité des frais de première instance, les dépenses d'exploitation et

la taxe sur la propriété. Il n'aura pas droit cependant, à d'autres déductions du revenu net prévu aux termes de la division C de la Partie I, telles que les déductions personnelles, les déductions pour personnes à charge et les déductions de l'article 28, dans le calcul de son revenu imposable.

Le plein taux personnel ou des sociétés s'appliquera alors à ce revenu net comme s'il s'agissait d'un résident canadien non exempt aux termes de l'article 62 et que la propriété immobilière fût sa seule source de revenu. Si le non résident est tenu pour l'exploitant d'un commerce au Canada en ce qui concerne la propriété immobilière, il sera automatiquement imposable aux termes de la Partie I, sans qu'il soit question d'option et il aura droit à la déduction de la division C aussi.

Normalement, il sera avantageux de prendre l'option de l'article 110 au cours des premières années de propriété d'un immeuble, alors que l'indemnité des frais de première instance est élevée, réduisant ainsi le revenu net provenant des loyers jusqu'à un point où les taux progressifs de la Partie I entraîneront souvent un impôt moins élevé que le taux uniforme de 15% sur les loyers bruts. Au cours des années subséquentes, alors que le bâtiment a subi une dépréciation, l'impôt de 15% sera souvent inférieur aux taux progressifs sur un revenu net plus élevé et il ne sera plus question d'option. Lorsque le non résident aura fait son choix et que son avoir ou une partie de cet avoir dans le terrain a fait l'objet d'une aliénation, la reprise de la dépréciation se présentera alors en vertu de l'article 20(1). Les avantages de l'article 43 en ce qui concerne la dépréciation reprise, ne lui seront pas accessibles cependant, à moins qu'il n'ait fait un choix aux termes de l'article 110 au cours des cinq années précédentes. S'il a fait un choix, aucun dégrèvement fiscal provincial en vertu de l'article 33(1)(a) ne lui sera accessible.

c) Intérêt

(i) GÉNÉRALITÉS

L'article 106(1)(b) prévoit que chaque non résident doit payer un impôt sur le revenu de 15% sur chaque montant qu'une personne résidant au Canada lui paie ou lui crédite, ou encore qui, selon la partie I, est censé lui être payé ou crédité, comme intérêt, en acompte sur celui-ci, en remplacement de celui-ci ou encore comme satisfaction de celui-ci.

(ii) NON RÉSIDANTS EXEMPTS D'IMPÔT

Il y a un certain nombre d'exceptions à cet impôt dont la plus importante pour les actionnaires d'un fonds d'investissement immobilier, est contenu à l'article 106(1)(b)(iv) qui exempt les non résidents en ce qui concerne "l'intérêt payable sur toute obligation, débenture ou obligation semblable . . . à une personne à qui un certificat d'exemption a été émis." (traduction) Les certificats d'exemption peuvent être émis par le ministre du Revenu national à un non résident qui établit qu'un impôt sur le revenu lui est imposé en vertu des lois du pays dont il est résident, et qu'il est exempt d'un impôt sur le revenu en vertu de ces lois.⁶⁴ Le but de cet exemption est de permettre au ministre de reconnaître le statut d'exemption d'impôt pour un contribuable non résident et de lui permettre d'acheter des titres de créance canadiens sans

⁶⁴ Voir article 62.

qu'une pénalité d'impôt lui soit imposée. Sans cette exemption, il y aurait un impôt de 15% pour les non résidents exempts d'impôt qui désirent acheter des titres de créance canadiens; sans cela, il est peu vraisemblable qu'on ferait de tels achats.

Cette exemption s'applique seulement en ce qui concerne l'intérêt payable sur toutes obligations, débetures ou autres obligations semblables. On doute fort cependant, que l'intérêt provenant d'hypothèques garanties par une propriété immobilière serait admissible à une telle exemption. Il semblerait qu'il n'y ait aucune bonne raison pour exclure l'intérêt hypothécaire lorsque à peu près toutes les autres formes d'intérêt sont admissibles. Sans cette exemption ou une disposition favorable dans l'accord, il semble douteux que les non résidents exempts d'impôt, tels que les caisses de retraite et les organismes de charité feraient des investissements importants dans les hypothèques canadiennes, soit directement, soit par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier canadien; avec cette disposition, il est raisonnable de s'attendre que cela se ferait.

(iii) INTÉRÊT SUR LES TITRES DU GOUVERNEMENT

L'article 106(1)(b)(ii) exempte les non résidents de la retenue fiscale de 15% sur l'intérêt provenant de certaines obligations de créance canadiennes aux niveaux fédéral, provincial et municipal y compris certaines hypothèques. A la lumière de la fonction publique d'un fonds d'investissement immobilier qui accorde un financement de créance à l'habitation et à la construction au Canada, on suggère que cette exemption soit étendue, en ce qui concerne le revenu-intérêt d'un fonds d'investissement immobilier qui distribue son revenu-intérêt aux non résidents. Cette exemption s'applique déjà en ce qui concerne les hypothèques garanties par le gouvernement. Cette autre exemption ne serait pas seulement une extension de cette même fonction mais soulagerait le gouvernement de toute responsabilité financière de garantir ces créances.

d) Dividendes

L'article 106(1a) prévoit un impôt de 15% sur tous les dividendes payés par les résidents du Canada à des non résidents. Cet impôt est réduit à 10% en ce qui concerne les compagnies payeuses qui ont déjà un certain "degré de propriété canadienne." Dans la mesure où un fonds d'investissement immobilier retire des dividendes en fait, il serait désirable que la retenue fiscale soit exemptée. C'est là une question cependant, qui peut bien ne pas avoir d'importance fondamentale dans la détermination de l'attrait d'un fonds d'investissement immobilier canadien pour les investisseurs non résidents, étant donné que l'on ne s'attend pas que les dividendes constitueront une partie significative du revenu d'un fonds d'investissement immobilier.

e) Gains de capital

Aux termes de la Loi actuelle, le Canada n'impose pas les gains de capital en ce qui concerne les non résidents même lorsque leur source territoriale est le Canada. En vertu des propositions de réforme fiscale cependant, on recommande que les non résidents soient passibles de l'imposition canadienne sur les gains réalisés à l'aliénation de ce qui suit:

1. Actions dans une corporation fermée
2. Portefeuille significatif dans une corporation ouverte
3. Propriété immobilière au Canada

Il semble vraisemblable maintenant que le taux d'impôt sur gains de capital sera moindre que le taux d'impôt personnel. On ne sait pas s'il y aura une retenue fiscale additionnelle. Les commentaires faits plus tôt, en ce qui concerne l'imposition des gains de capital, sont également applicables dans le contexte de l'imposition des actionnaires non résidents d'un fonds d'investissement immobilier canadien.

f) Conclusions

Tel que noté, il y a des cas où l'impôt canadien actuel de 15% et l'impôt projeté de 25% en ce qui concerne les intérêts, les loyers et les dividendes agiraient comme une incitation négative à l'investissement par certains non résidents dans les fonds d'investissement immobilier canadiens. Pour surmonter ce problème, on serait fortement justifié d'exempter l'intérêt et le revenu-loyer d'un fonds d'investissement immobilier de l'impôt, comme l'intérêt sur les titres gouvernementaux en est présentement exempté. A tout événement, les certificats d'exemption tant pour l'intérêt que pour le loyer qui proviennent d'un fonds d'investissement immobilier devraient être accessibles de la même manière que les certificats d'exemption le sont pour l'intérêt en ce moment. Il vaudrait également la peine de considérer la possibilité de permettre au moins aux non résidents de payer l'impôt sur le revenu de source canadienne qu'il retire d'un fonds d'investissement immobilier à titre de revenu net, plutôt qu'à un taux uniforme de 15% ou de 25% sur les montants bruts. L'entente fiscale que le Canada a conclue récemment avec la Jamaïque, crée un précédent pour cette dernière méthode.

5. Répartition du revenu aux provinces

a) Généralités

En ce moment, le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux exercent une juridiction d'impôt sur le revenu tant pour les corporations que pour les particuliers, y compris les trusts. Toutes les provinces imposent et perçoivent leur propre impôt sur le revenu des corporations. Toutes les provinces prélèvent leur propre impôt sur le revenu particulier mais seule la province de Québec perçoit son propre impôt; toutes les autres provinces permettent au gouvernement fédéral de le percevoir en leur nom. En conséquence, une corporation pourrait être aux prises avec l'exigence de déposer un rapport d'impôt dans 11 différentes juridictions au Canada et de leur payer l'impôt sur les corporations. Les particuliers ou un trust se verraient dans l'obligation de déposer au maximum deux rapports, à condition qu'aucune province autre que le Québec ne commence à percevoir ses propres impôts des particuliers et des trusts.

b) Dégrèvement fiscal fédéral

Pour que les provinces puissent exercer leur juridiction fiscale, la Loi de l'impôt sur le revenu fédéral prévoit un dégrèvement des impôts fédéraux. Ce

dégrèvement est de 10 points dans le cas des corporations⁶⁵, et de 28 points, dans le cas des particuliers ou des trusts.⁶⁶ En ce qui concerne les trusts d'investissement immobilier canadiens, le dégrèvement de l'impôt fédéral autrement payable est déterminé en se référant au "revenu gagné par un trust au cours d'une année fiscale dans une province".⁶⁷

Lorsqu'un trust est résidant d'une province le dernier jour d'une année fiscale, son revenu gagné au cours de l'année fiscale, dans la province, constitue tout son revenu pour l'année, moins tout son revenu d'affaires qui provient d'un établissement permanent situé en dehors de la province. Ainsi, le revenu tant d'investissement que d'emploi aussi bien que le revenu d'affaires qui ne provient pas d'un établissement permanent en dehors de la province, constituent le revenu du trust gagné dans la province de résidence aux fins de dégrèvement. Seul le revenu d'affaires retiré de l'exploitation d'un commerce par l'entremise d'un établissement permanent en dehors de la province ne sera pas censé avoir été gagné dans la province de résidence.

En conséquence, si un fonds d'investissement immobilier exploitait un commerce par l'entremise d'établissements dans plus d'une province, il serait essentiel de répartir ce revenu d'affaires aux diverses provinces. Cela signifierait que les fiduciaires du trust d'investissement immobilier aurait à calculer le revenu qui peut être réparti au Québec ou à toute autre province qui pourrait prélever un impôt sur le revenu auprès des trusts. Les actionnaires auraient droit au dégrèvement approprié et seraient tenus de répartir un tel revenu en vertu de la Loi canadienne actuelle, parce que les répartitions du trust ne changeront pas leur caractère de revenu d'affaires à revenu d'investissement par l'interposition d'un fiduciaire entre la source de revenu et le bénéficiaire éventuel.⁶⁸

Comme dans le cas du trust d'investissement immobilier, le dégrèvement de l'impôt fédéral des corporations pour une société d'investissement immobilier se rapporte au revenu imposable que la corporation a gagné au cours de l'année dans une province. La Partie IV des règlements prévoit en général, que le revenu imposable peut être gagné dans une province seulement si la corporation a un établissement permanent dans cette province. Une corporation peut avoir un établissement permanent dans le cours de l'exploitation d'un commerce.⁶⁹ Contrairement aux particuliers ou à un trust cependant, une corporation peut également avoir un établissement permanent dans une province tout simplement parce qu'elle est propriétaire d'un terrain dans cette province.⁷⁰

Comme dans le cas des trusts d'investissement immobilier donc, aux termes de la Loi actuelle, les sociétés d'investissement immobilier seraient aux prises avec le problème administratif de la répartition de leur revenu aux diverses provinces où elles ont des établissements permanents tels que définis. Cela ne constitue pas un problème majeur lorsque l'allocation doit

⁶⁵ Article 40.

⁶⁶ Article 33.

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ Voir ci-dessus, présent chapitre, Section I.

⁶⁹ Voir Ontario Corporations Tax Act, s. 2.

⁷⁰ *Ibid.*

être faite seulement une fois ou au niveau de la société. Si une société d'investissement immobilier était sujette à l'impôt de la même manière qu'un trust cependant, et si le revenu qui a été transmis aux actionnaires retenait le caractère et la source dans leurs mains, il est concevable alors que les actionnaires dussent faire des répartitions aux dix provinces, en ce qui concerne le revenu d'affaires.

c) Sommaire

Les trusts d'investissement immobilier comme les sociétés d'investissement immobilier se verraient dans l'obligation de répartir le revenu d'affaires aux diverses provinces afin de déterminer le dégrèvement d'impôt fédéral dans le calcul de leur propre impôt, s'il y a lieu. Ces répartitions se feraient en se fondant sur le fait que le revenu d'affaires a eu sa source d'un établissement permanent dans la province. Lorsque le revenu d'affaires est distribué aux actionnaires d'un trust d'investissement immobilier ou d'une société d'investissement immobilier qui étaient sujets à l'impôt à titre de pur canalisateur, les actionnaires seraient aussi tenus de faire une répartition en ce qui concerne le revenu d'affaires et de déposer un rapport d'impôt approprié pour chaque province. Cette perspective pourrait décourager l'investissement dans les fonds d'investissement immobilier canadiens, chaque fois que le problème de la répartition survient. Tel que noté, le problème de la répartition surgirait lorsqu'un trust d'investissement immobilier ou une société d'investissement immobilier retirerait un revenu d'affaires d'établissements permanents dans plus d'une province. Pour surmonter le problème ainsi créé aussi bien que pour d'autres raisons, il est nécessaire de s'assurer que rien du revenu du fonds d'investissement immobilier ne provient de l'exploitation d'un commerce. En d'autres mots, son revenu doit s'obtenir, non pas de l'exploitation d'un commerce mais de l'investissement passif dans une propriété productrice de revenu.

En conclusion donc, la difficulté administrative très réelle des actionnaires d'un fonds d'investissement immobilier qui doivent répartir leur revenu aux diverses provinces et peut-être même déposer autant de rapports d'impôt, peut être surmontée si tous les revenus d'un fonds d'investissement immobilier provenait d'un investissement passif dans une propriété productrice de revenu. S'il n'est pas nécessaire de faire une répartition, c'est que le dégrèvement fiscal fédéral pour le revenu gagné dans une province n'est pas disponible; mais sa non disponibilité ne créera pas généralement un fardeau fiscal additionnel, parce que les provinces ne prélèvent pas généralement un impôt sur le revenu là où un dégrèvement fiscal fédéral n'est pas disponible. En conséquence, il ne serait pas requis généralement de payer d'impôt provincial sur le revenu autre qu'à la province dont l'actionnaire du fonds d'investissement immobilier est résidant, s'il s'agit d'un particulier, ou dans laquelle il a un établissement permanent, s'il s'agit d'une corporation.

Chapitre 8

Les fonds d'investissement immobilier et la réforme fiscale

par R. M. Wingfield

Les fonds d'investissement immobilier émergent lentement au Canada. Les propositions de réforme fiscale est une des causes de leur hésitation. Le présent chapitre étudie les propositions dans la mesure où elles affecteraient les fonds d'investissement immobilier puis poursuit la discussion sur les intermédiaires, le traitement fiscal comme canalisateur et la passivité dans le contexte canadien. On étudie d'autres formules de recommandation en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier canadiens et les règles de l'impôt et finalement, on présente certaines recommandations sur l'impôt sur le revenu.

I. PROPOSITIONS DE RÉFORME FISCALE

Le Livre blanc sur la réforme fiscale¹ contenait les six propositions suivantes qui sont particulièrement importantes en ce qui concerne une étude des fonds d'investissement immobilier:

1. Les gains de capital réalisés à la vente d'immeubles seraient totalement ajoutés au revenu et imposés aux taux courants d'impôt sur le revenu du contribuable.
2. On pourrait effectivement empêcher la mise en commun de propriétés locatives de sorte que, lorsque chaque bâtiment serait vendu moyennant un gain, il s'ensuivrait une reprise pour la dépréciation.
3. L'échappatoire fiscale en vertu de laquelle un contribuable peut être propriétaire d'une propriété fortement hypothéquée et en déduire les pertes locatives de son revenu, serait éliminée.
4. Il y aurait une plus forte intégration de l'impôt sur le revenu payé par une corporation alors que l'impôt sur le revenu est payable par ses actionnaires pour empêcher la double taxation du même revenu.
5. Les fonds mutuels qui sont des fiducies et seraient traités comme des corporations comportant un même traitement fiscal à deux niveaux que les fonds mutuels constitués en société.

¹ E. J. Benson, Ministre des Finances, *Propositions de réforme fiscale*, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1969).

6. Les autres sociétés de fiducie qui émettent des unités transférables ou rachetables jouissant d'une négociabilité, seraient traitées comme des corporations ouvertes.

Alors que les fonds d'investissement immobilier n'étaient pas mentionnés spécifiquement dans les propositions, leur implication y est toutefois claire et nous en discuterons maintenant en détail.

1. *Gains de capital*

Le Livre blanc proposait que les gains de capital sur la propriété immobilière locative soient totalement taxables, dès leur aliénation.

En termes vagues, en vertu de la Loi actuelle, lorsqu'une propriété immobilière locative est vendue à titre d'investissement et non dans le cours d'une négociation, tout excédent des recettes sur les frais de premier établissement non dépréciés deviennent un montant qui peut être repris à un certain moment, sous forme de revenu imposable. Les propositions ne changeraient rien à cela.² Si les recettes de cet actif étaient en excédent du coût original cependant, la Loi actuelle prévoit que l'excédent est un gain de capital non imposable. D'après les propositions, ce gain serait taxable au plein taux courant. L'Institut canadien des comptables agréés a recommandé qu'une période de retention avant l'aliénation d'un actif peut être tenue pour une transaction de capital.³ Si les propriétés immobilières étaient détenues pour trois ans ou moins, le gain serait taxable en entier; s'il était détenu pour une période plus longue, le gain serait alors ajouté au revenu dans la mesure d'une proportion en réduction qui baisserait jusqu'à 50% après 13 ans (c'est-à-dire, la proportion baisserait de 5 points de pourcentage par année).

La réduction graduelle de la proportion taxable du gain de capital fut recommandée parce que le terme fixe peut devenir très rigoureux si le taux baisse rapidement à un point quelconque dans le temps. C'est la situation qui survient lorsque le prix de vente d'un actif a tellement augmenté que la taxe potentielle sur le gain de capital réalisé décourage le propriétaire de vendre. Le blocage est encore plus apparent si l'occasion de payer un impôt à un taux moindre survient en attendant la fin d'une période de taux plus élevé. Aussi, le taux en réduction était jugé nécessaire à cause de l'effet de l'inflation sur les actifs détenus pour une longue période de temps et parce que le fort gain après une longue période de retention produit un revenu irrégulier dans le contexte d'une longue période (souvent appelée un revenu "grumeleux").

Les comités tant du Sénat que des Communes ont recommandé un taux effectif moindre d'impôt pour les gains de capital. Le Sénat recommandait une taxe spéciale au moins de 25% ou de la moitié du taux marginal.⁴ La chambre des Communes a recommandé d'ajouter la moitié du gain au revenu.⁵ Le Sénat a recommandé que les gains à court terme (détenus pour

² *Ibid*, para. 4.77.

³ Institut canadien des comptables agréés, mémoire du Livre blanc sur la Réforme fiscale, au comité permanent de la chambre des Communes sur les Finances, le Commerce et les Questions économiques, no 49, le 2 juin 1970.

⁴ Comité permanent du Sénat sur les banques, le commerce et l'industrie, *Rapport sur le Livre blanc*, 1970.

⁵ Comité permanent des Communes, sur les finances, le commerce et les questions économiques, *au sujet du Livre blanc*, octobre 1970.

moins d'un an) soient taxés comme un revenu ordinaire; la chambre des Communes a recommandé un traitement semblable pour les actifs dépréciables qui sont rayés des livres après de très brèves périodes de temps (par exemple, les outils et les matrices dont le taux de dépréciation est de 100%).

Ni le Livre blanc ni les rapports des comités du Sénat et de la chambre des Communes ne se sont référés à la base pour établir le gain à la vente d'une propriété immobilière locative. La base s'établirait-elle au coût de première instance non déprécié (c'est-à-dire, le coût moins l'indemnité des frais de première instance) ou tout simplement au coût original? D'après les règles fiscales existantes, l'indemnité des frais de première instance qui aurait été admise totalement en déduction du revenu sur la période de propriété, est récupérée si la propriété dépréciable est vendue à un prix plus élevé que les frais de première instance non dépréciés et si la reprise du montant est totalement ajoutée au revenu. Il est peut-être inusité qu'un actif dépréciable soit vendu à un prix plus élevé que son coût original.

Le *Tableau 8-1* illustre les diverses méthodes pour le calcul de l'impôt sur un gain de capital, selon la base qui est utilisée. Par comparaison avec la Loi actuelle, qui taxe la reprise au taux complet (admis à 50%) mais non l'excédent en sus du coût original, le Livre blanc taxerait l'excédent comme un revenu ordinaire aussi. Deux autres options sont illustrées: d'abord, lorsque l'excédent est ajouté au revenu et taxé à la moitié seulement; et deuxièmement, parce que la différence totale entre les recettes et les frais de première instance non dépréciés est ajoutée au revenu et taxée à la moitié seulement. Comme comparaison finale, le résultat fiscal aux termes de la Loi actuelle aux Etats-Unis, est également inscrit au tableau. Dans le tableau, on admet hypothétiquement qu'un bâtiment qui coûte un million de dollars fut vendu après 10 ans pour 1,2 million de dollars, alors que la valeur aux livres était de \$600 000. Les redevances fiscales au taux fiscal admis hypothétiquement à 50% sur le gain aux livres de \$600 000, s'établirait tel qu'il est indiqué.

Tableau 8-1

COMPARAISON: IMPÔT À LA VENTE D'UN BÂTIMENT (\$000)

	<i>Pour gain de capital</i>		<i>Taxe sur reprise et gain</i>
	<i>base</i>	<i>gain</i>	
Canada:			
Loi actuelle	1 000	200	200
Proposition du Livre blanc	1 000	200	300
Livre blanc modifié pour taxer la moitié du gain de capital	1 000	200	250
Gain égale les recettes moins les frais de première instance non dépréciés à la moitié des taux	600	600	150
Loi actuelle des Etats-Unis	600	585	184

On verra que la proposition du Livre blanc est la pire option du point de vue du contribuable et que la plupart des options sont pires que les résultats obtenus en vertu des présents règlements des Etats-Unis.

2. *Mise en commun des propriétés*

La mise en commun des propriétés se fait comme suit: les actifs de nature semblable — par exemple, des bâtiments de béton — sont groupés en une catégorie, et il est possible de réclamer une indemnité des frais de première instance sur les frais de première instance non dépréciés de tous les actifs dans cette catégorie, jusqu'aux taux maximaux précisés. Les mécanismes de catégorie existants fournissent une méthode d'ajournement d'impôt en ce qui concerne la reprise de la dépréciation à la vente d'un actif, à condition que les autres restent dans la catégorie.

Les propositions du Livre blanc exigeraient qu'une catégorie distincte soit établie pour chaque bâtiment qui coûte plus de \$50 000. Cela pourrait amorcer une reprise immédiate de la dépréciation ou une perte terminale au moment de la vente d'un bâtiment qui, à son tour, épuiserait les recettes au comptant de la vente et exigerait peut-être qu'une plus forte proportion de comptant soit requise. Cela pourrait créer un sérieux inconvénient pour les entrepreneurs qui avaient projeté de faire des paiements au compte de l'hypothèque et avaient obtenu l'approbation des prêteurs fondée sur une production poursuivie et sur l'effet de l'ajournement de l'impôt par l'application de la dépréciation.

L'Institut canadien des comptables agréés ne s'est pas opposé en principe à cette proposition.⁶ Le comité de la chambre des Communes l'a approuvée en principe mais a recommandé \$100 000 au lieu de \$50 000.⁷ Le comité du sénat l'a rejetée.⁸

3. *Echappatoire fiscale*

Un des concepts du Livre blanc voulait que le revenu provenant de chaque source dusse être déclaré séparément et alors, que l'aggrégation de ces revenus soit assujettie à des règles spéciales.

Dans le secteur immobilier, il fut proposé qu'il soit interdit à un contribuable de déduire ses autres revenus, une perte provenant d'une propriété détenue, si cette perte fut créée par l'indemnité des frais de premier établissement, l'intérêt et les dépenses pour les taxes sur la propriété.

Le concept du Livre blanc semble être que chaque source de revenu devrait porter son propre impôt et ne devrait pas y échapper en raison d'une perte provenant d'une autre source. Parce qu'une réclamation excessive en ce qui concerne l'indemnité des frais de première instance pourrait entraîner une perte du droit de ne jamais déduire l'excédent, son effet serait de limiter la réclamation visant l'indemnité des frais de première instance, de sorte que le revenu provenant de cette source n'en serait pas réduit à une perte.

Si une perte d'impôt était calculée au départ à partir de toutes les propriétés détenues aux fins de produire un revenu, le contribuable serait bien avisé de les répartir dans l'ordre suivant:

1. Réduction de l'indemnité des frais de première instance.
2. Capitalisation des intérêts et des taxes.
3. Déduction d'autres revenus.

⁶ Institut canadien des comptables agréés, *Mémoire sur la réforme fiscale*.

⁷ Comité permanent de la chambre des Communes, *sur le Livre blanc*.

⁸ Comité permanent du Sénat, *Rapport sur le Livre blanc*.

La limitation sur les pertes à déduire ne s'appliquerait pas seulement à chaque propriété mais plutôt à des groupes de propriétés semblables. Également, elle ne pourrait pas s'appliquer aux propriétés qui sont détenues dans le cours d'une entreprise commerciale, — par exemple, un poste d'essence. Il serait très malheureux pour les entrepreneurs s'ils ne pouvaient pas contrebalancer les pertes sur leurs propriétés locatives, par exemple, antérieurement à une occupation totale, par leurs revenus provenant de profits sur propriétés immobilières produites pour la revente. Cela les découragerait de retenir des immeubles pour des fins locatives. En fait, ils pourraient être forcés de vendre leurs propriétés locatives pour mobiliser un capital de travail. En général, cela réduirait l'attrait de l'immeuble à titre d'investissement.

4. *Intégration*

Le double impôt sur le même revenu s'élimine partiellement en vertu de notre régime actuel d'impôt, et ce, de deux manières: d'abord, un actionnaire de société reçoit tous les dividendes libres d'impôt, provenant des corporations canadiennes imposables; et deuxièmement, un actionnaire particulier a droit à un dégrèvement de 20% sur son impôt sur des dividendes semblables. Le système s'applique au revenu de tout genre provenant d'une société indépendamment de sa source ou du traitement fiscal de la société.

Les propositions du Livre blanc tenteraient d'éliminer complètement le double impôt du revenu gagné par les corporations fermées. Dans le cas des corporations ouvertes, en ce qui concerne le revenu d'affaires, il est probable qu'une partie de l'impôt des sociétés est transmise aux clients dans le prix qui leur est chargé pour les biens et les services. Dans le cas des corporations ouvertes, on a proposé un système de semi-intégration, et cela affecterait tous les genres de revenus provenant des sociétés. Cela différerait peu du système existant d'élimination partielle sauf sous un aspect important: le dégrèvement révisé disponible aux actionnaires dépendrait du montant précis de l'impôt payable par la corporation. Ainsi, à l'avenir, les fonds d'investissement immobilier constitués en société pourraient payer suffisamment d'impôt pour fournir à leurs actionnaires un dégrèvement pour les dividendes.

L'effet général des propositions, dans le cas des fonds d'investissement immobilier constitués en sociétés, serait une imposition poursuivie de leur revenu tant au niveau de la société qu'au niveau de l'actionnaire, avec la conséquence que l'impôt serait plus élevé que si les actionnaires avaient investi directement.

5. *Fonds mutuels*

Le Livre blanc prend la position que les fonds mutuels qui exploitent sous forme de fiducie, exercent une concurrence directe aux fonds mutuels qui sont constitués en sociétés. Le Livre blanc terminerait le traitement fiscal de canalisateur dont ces fiducies jouissent en ce moment. Les fiducies sous forme de fonds mutuels seraient alors taxées de la même manière que les fonds mutuels constitués en société et le pouvoir d'obtenir un traitement fiscal de canalisateur par le recours à une fiducie n'existerait plus.⁹ En vertu des

⁹ Benson, Propositions de réforme fiscale, para. 5.57.

règles générales d'intégration du Livre blanc, les dividendes provenant de de compagnies publiques canadiennes seraient normalement transmis libres d'impôt par le moyen d'un fonds mutuel. On propose une règle spéciale pour les gains de capital d'un fonds mutuel, lors de sa vente des actions de sociétés publiques canadiennes. Bref, le fonds mutuel paierait un impôt sur les gains de capital à un taux spécial de 33 et 1/3% du gain de capital.¹⁰ Le gain de capital net ne peut pas être transmis à l'actionnaire comme revenu courant de dividendes parce que seulement la moitié du gain est imposable auprès de l'actionnaire. Ainsi, le particulier majorerait l'indemnité net du gain de capital de 50%, mais paierait un impôt sur le revenu sur seulement la moitié du montant majoré. La majoration est disponible comme dégrèvement fiscal.

Les gains de capital provenant d'actions étrangères et d'immeubles étrangers seraient taxés au plein taux courant de l'impôt sur le revenu et seulement la moitié de cet impôt serait transmise aux actionnaires d'un fonds mutuel. Un impôt sur les gains de capital empêcherait plusieurs genres d'investisseurs d'avoir recours aux fonds mutuels. Les investisseurs exempts d'impôt tels que les caisses de retraite et les institutions de charité trouveraient la chose trop coûteuse comme le ferait les investisseurs étrangers.

Le Livre blanc a proposé que le statut libre d'impôt des régimes d'épargne-retraite enregistrés et des régimes de pension se perdrait s'ils investissaient plus de 10% de leur actif dans des titres étrangers ou dans d'autres investissements étrangers.¹¹ Ceci les empêcherait d'investir dans les fonds mutuels dont la plus grande partie de leur actif est investie dans des titres étrangers. L'Association canadienne des fonds mutuels a recommandé une période de transition de 3 ans pour permettre aux fonds de réorganiser leur portefeuille.¹²

Le *Tableau 8-2* compare le taux d'impôt combiné d'un investisseur en vertu des propositions du Livre blanc s'il investit (1) indirectement ou (2) par le moyen d'un fonds mutuel. Différents genres de revenu sont en cause, de même que les différentes circonstances de l'investisseur. On étudie trois taux marginaux pour un résidant et l'effet de la retenue fiscale dans le cas d'un non résidant.

La comparaison soulève le fardeau fiscal supplémentaire tant pour le résidant que le non résidant s'ils investissent dans des titres qui portent intérêt, tels que des hypothèques, par le moyen d'un fonds mutuel. L'industrie a fait des recommandations pour remédier à cette déficience dans les propositions.

L'Association canadienne des fonds mutuels a recommandé que les fonds mutuels jouissent d'un traitement fiscal de canalisateur semblable à celui dont peuvent se prévaloir les fonds mutuels aux Etats-Unis.¹³ Les moyens d'y arriver pourraient consister en un traitement d'association, lequel est recommandé dans les propositions du Livre blanc pour les corporations fermées.

¹⁰ *Ibid.*, para. 4.62.

¹¹ *Ibid.*, para. 2.52.

¹² Association canadienne des fonds mutuels, *mémoire sur le Livre Blanc sur la réforme fiscale, au comité permanent de la Chambre des communes, sur les finances, le commerce et les questions économiques*, no 60, 11 juin 1970.

¹³ *Ibid.*

Tableau 8-2

COMPARAISON: REVENU REÇU PAR LE MOYEN D'UN FONDS MUTUEL

Source de revenu	Proposition d'impôt sur le revenu personnel et d'impôt pour les sociétés, si le taux d'impôt personnel de l'investisseur est comme suit:		
	30%	40%	50%
Particuliers résidents			
(1) Investissement direct			
Corporations ouvertes (canadiennes):			
Dividendes	47,5	55	62,5
Gains de capital	15	20	25
Toutes les autres; e.g., Dividendes et gains de capital des corporations fermées et actions et intérêts étrangers	30	40	50
(2) Par le moyen d'un fonds mutuel			
Corporations ouvertes (canadiennes):			
Dividendes	47,5	55	62,5
Gains de capital	15	20	25
Intérêt	47,5	55	62,5
Non résidents (accord)			
(1) Investissement direct			
Corporations ouvertes (canadiennes):			
Dividendes		57½ %	
Gains de capital		Nil	
Intérêt		15 %	
(2) Par le moyen d'un fonds mutuel canadien			
Corporations ouvertes (canadiennes)			
Dividendes		57½ %	
Gains de capital		43⅓ %	
Dividendes étrangers		50 %	
Intérêt		57½ %	

Naturellement, dans le cas des fonds mutuels, il serait difficile d'obtenir un consentement unanime de tous les actionnaires pour adopter ce traitement et cela ne devrait pas être requis. L'Association canadienne des fonds mutuels a présenté la recommandation suivante visant la distribution et s'est référée aux problèmes du revenu non réparti:

18. Pour obtenir le droit d'appliquer le principe de la mise en commun, il est recommandé que le fonds mutuel soit tenu:

- a) de distribuer (disons au cours de deux ou trois mois qui suivent la fin de son année d'exercice) au moins 90 p. 100 de ses bénéfices disponibles, y compris les gains de capital nets, et 100 p. 100 des bénéfices ou des gains reportés et non distribués pendant l'année précédente, et
- b) de transmettre annuellement à chaque actionnaire un rapport donnant des renseignements sur les bénéfices réalisés et les distributions faites par le fonds mutuel, de la manière prescrite par réglementation.

Afin de pouvoir traiter avec la plus grande équité les nouveaux actionnaires d'un fonds mutuel, les actionnaires qui rachètent leurs actions et ceux qui demeurent, les fonds mutuels effectueront sans doute ces distributions au moins tous les six mois ou probablement tous les trois mois.

25. A l'heure actuelle, une personne qui achète des actions d'un fonds mutuel qui a en mains des revenus non distribués, assume une certaine obligation pour impôt à payer. Toutefois cette obligation est réduite en raison de la politique actuelle des fonds mutuels de distribuer chaque année presque tout leur revenu sous forme de dividendes. Que le principe de la mise en commun ou celui qui est proposé dans le Livre blanc soit appliqué, une personne qui

achète des actions d'un fonds mutuel qui a en mains des revenus non distribués assume une obligation éventuelle pour impôt à payer.¹⁴

L'industrie croit donc que le traitement fiscal de canalisateur doublé d'une distribution fréquente, est la solution au problème.

6. *Trusts et corporations d'investissement*

D'autres trusts qui émettent des unités transférables — c'est-à-dire des trusts à capital fixe — seraient traités comme des corporations ouvertes dont l'imposition consécutive de leur revenu se ferait aux mains tant du trust que du détenteur d'unités. Un trust d'investissement immobilier canadien se rangerait sous cette rubrique, comme le ferait nombre d'autres trusts et corporations d'investissement qui recevraient des intérêts et des loyers (par contraste aux fonds mutuels dont le capital est variable et qui gagnent principalement un revenu en dividendes). Ainsi, comme les fonds mutuels, les trusts d'investissement immobilier canadiens ne seraient plus en mesure de jouir du traitement fiscal de canalisateur par le recours à un trust.

Les corporations d'investissement qui n'ont jamais joui d'ailleurs d'un traitement fiscal complet de canalisateur, ne sont pas plus heureuses des propositions. *L'Association of Canadian Investment Companies* qui représente les sociétés d'investissement à capital fixe, a recommandé que tout le revenu soit exempté de tout autre impôt canadien au niveau du fonds, s'il se faisait une distribution à peu près totale du revenu ordinaire. Dans le cas des gains de capital, l'association a recommandé qu'il devrait y avoir l'option d'une distribution de comptant ou une répartition, dont les deux se feraient par l'entremise des sociétés et seraient imposables au niveau de l'actionnaire. Les recommandations portent directement sur le traitement des sociétés d'investissement immobilier à capital fixe.

Le problème du revenu non en dividendes provenant des fonds mutuels (qui, dans le présent contexte, sont des fonds d'investissement immobilier) a été soulevé devant le comité de la chambre des Communes, le 5 août 1970. On a demandé spécifiquement au ministre des Finances s'il pourrait résoudre le problème du fardeau supplémentaire d'impôt sur l'investisseur dans les fonds mutuels qu'il n'aurait pas à subir s'il détenait directement des obligations ou des hypothèques.

M. Benson: Je pense cela aussi. Ces paragraphes du Livre blanc ont été écrits en rapport avec les fonds mutuels investis tout d'abord par actions et les propositions sont écrites pour guider en ce sens. Plus loin, si vous lisez il y a les règles des dispositions à prendre quant il s'agit des fonds mutuels investis dans les obligations et les hypothèques.

M. Kaplan: Ainsi, on pourrait ajouter des amendements au système de l'intégration qui faciliteraient et permettraient les investissements.

M. Benson: Oui, ils seraient comme un guide comme celui pour les fonds mutuels investis dans les actions et alors les profits entrent.¹⁶

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ Association of Canadian Investment Companies, *Soumission sur le Livre blanc sur la réforme fiscale, au comité permanent de la chambre des Communes; sur les finances, le commerce et les questions économiques.*

¹⁶ Comité permanent de la chambre des Communes sur les Finances, le Commerce et les Questions économiques, procès verbaux, #91, le 5 août 1970, p. 78.

Le statut de canalisateur implique une canalisation du revenu aux propriétaires bénéficiaires à un montant tel que l'impôt total sur le revenu en question ne dépasse pas l'impôt sur le revenu sur ce montant que le propriétaire aurait eu à payer s'il avait reçu le revenu directement. Les propositions visant les sociétés fermées se rapprochaient de ce principe; celles qui visent les sociétés ouvertes ne s'en rapprochent pas.

Le principe pourrait être mis en vigueur, par exemple, en faisant payer aux fonds 33 et 1/3% (ou 50%) de l'impôt sur le revenu et l'intérêt nets alors que l'actionnaire paierait l'impôt sur les dividendes comptant majorés de 50% (ou de 100%) alors que l'impôt payé par le fonds pourrait être dégrèvé sur le montant que l'actionnaire serait tenu de payer en impôt.

Par ailleurs, le fonds pourrait être exempté d'impôt sur le revenu distribué. L'actionnaire ajouterait alors le montant distribué à son revenu imposable et paierait le taux approprié à ce moment-là.

7. France

C'est peut-être plus qu'une coïncidence que les propositions de réforme du Canada s'établissent étroitement en parallèle avec le système français de majoration et de dégrèvement dans l'intégration de l'impôt de la société et de l'actionnaire. En France, la société est utilisée comme une formule d'investissement pour les fonds mutuels, les sociétés d'investissement à capital fixe et les trusts d'investissement immobilier. Ces derniers consistent en fonds mis en commun aux fins d'investissement dans l'habitation. Le revenu n'est pas imposé auprès du fonds mais est transmis immédiatement par son entremise aux investisseurs au niveau desquels il est imposé sur une base à palier unique. Les trusts d'investissement immobilier de France sont sous la surveillance étroite du gouvernement et sont d'application limitée mais il est important de souligner le fait aux fins de la présente étude, que la France reconnaît le traitement fiscal de canalisateur à l'endroit des fonds d'investissement immobilier.

II. INTERMÉDIAIRES

1. Comparaison du point de vue fiscal

Un particulier peut investir son argent sous la garantie d'une hypothèque directement auprès du propriétaire de l'immeuble ou il peut faire la même chose par l'entremise d'un intermédiaire. Dans ces derniers cas, l'intérêt de l'hypothèque peut lui être distribué à compter du moment où cet intérêt est gagné ou le paiement peut être remis à plus tard selon les circonstances de l'intermédiaire. Les tableaux de l'Annexe C compare l'imposition d'un revenu hypothécaire que les divers intermédiaires gagnent et qu'ils transmettent à leurs détenteurs bénéficiaires.

En se fondant sur les hypothèses faites, les reliquats comparatifs après impôt pour un particulier qui investit de diverses manières, sont présentés sommairement au *Tableau 8-3*. L'imposition supplémentaire projetée des fonds mutuels constitue un point significatif pour la présente étude (lorsque le revenu de ces fonds ne consiste pas totalement en dividendes). Le désavantage nouvellement créé en ce qui concerne le trust à fonds mutuel est

facilement visible. De plus, c'est là un désavantage qui n'est pas imposé à l'investissement par l'entremise d'autres intermédiaires. L'effet sur le revenu après l'impôt des particuliers qui investissent dans des hypothèques par le moyen d'un trust à fonds mutuel est une perte de revenu; en se fondant sur le *Tableau 8-3*, cette perte se ventile comme suit:

règles d'impôt de 1970	48,5%
réforme projetée	35,1%
Perte de revenu net	<u>13,4%</u>

La déductibilité de l'intérêt sur les fonds empruntés aux fins d'investissement dans les hypothèques est admissible pour tous les contribuables et continuerait de l'être en vertu des propositions de réforme fiscale. Les corporations et les particuliers reçoivent actuellement de l'intérêt comme un revenu courant, sujet aux taux réguliers d'impôt, sans que le statut du payeur n'y ait un effet quelconque. Les propositions de réforme fiscale ne changeraient rien à cela.

Les règles d'impôt existantes sont remarquablement conséquentes en ce qui concerne les paiements d'intérêt à même le revenu-intérêt. Il existe une uniformité raisonnable de traitement indépendamment du genre de formule qui est utilisée pour les investissements hypothécaires et en ce qui concerne le moment où le particulier reçoit les paiements d'intérêt.

Le recours à une société pour mobiliser du capital de participation et l'investir dans des hypothèques de manière à en recevoir un revenu-intérêt et à le transmettre aux actionnaires particuliers par le moyen de dividendes, entraîne une perte de revenu. La conversion du revenu-intérêt au revenu-dividendes, soulève un désavantage fiscal. L'investisseur n'est pas moins passif en ayant recours à cet intermédiaire qu'il assume davantage de risques.

En pratique, en raison de ce désavantage fiscal, on se prévaut peu de la société comme formule pour détenir des hypothèques et en distribuer le revenu. Les sociétés qui investissent dans les hypothèques retiendront vraisemblablement leurs gains pour leur croissance ou tout simplement pour avoir des raisons qui ne tombent pas sous le coup du fisc d'exploiter leurs affaires de cette manière.

Les réformes fiscales projetées étendraient ce désavantage des sociétés aux fonds mutuels qui opèrent sous forme de fiducies. La venue d'un impôt sur les gains de capital en ce qui concerne l'actionnaire imposerait un niveau supplémentaire d'impôt sur le revenu aux fonds hypothécaires tant sous forme de corporation que de fiducie, qui retiennent leurs gains pour leur croissance.

Etant donné que les sociétés fermées réaliseraient effectivement une élimination de la double imposition, une solution évidente mais peu pratique consisterait à créer une multiplicité de sociétés fermées, une pour chaque investisseur. Mais un traitement plus équitable consisterait à permettre à l'investisseur de faire indirectement ce qu'il peut faire directement.

2. *Intérêt d'une société de fiducie*

Prenons par exemple le cas d'une société de fiducie qui accepte de l'argent contre des certificats de 5 ans moyennant un taux d'intérêt garanti. Elle peut

Tableau 8-3

INTÉRÊT HYPOTHÉCAIRE REÇU PAR L'ENTREMISE D'INTERMÉDIAIRES

	Revenu après impôt à un particulier ¹	
	1970 %	réforme projetée %
Distribution immédiate		
Directement au particulier	48,5	48,8
Association	48,5	48,8
Corporation personnelle	48,5	48,8
Société fermée avec choix d'association	N/A	48,8
Trust familial	48,5	48,8
Trust à fonds mutuel	48,5	35,1
Police à vie, fonds ségrégé	48,5	48,8
Société fermée, aucune option	39,4	46,8
Société ouverte	39,4	35,1
Distribution reportée		
Trust familial	46,5	48,8
Trust à fonds mutuel	46,5	35,1
Société fermée aucune option	39,4	46,8
Société ouverte	39,4	35,1
Caisse de retraite	48,5	48,8

¹ Il faudrait noter que les pourcentages peu élevés de revenu après impôt indiquent un coût élevé en impôt.

investir ces fonds dans des hypothèques à l'habitation contenant une clause de renouvellement quinquennal. Ceci accorderait une certaine concordance quant à l'échéance mais le taux d'intérêt sur les certificats serait moindre afin de couvrir les frais et les profits. Cela ressemble au processus dans le cas d'un fonds d'investissement immobilier; et malgré tout, les propositions du Livre blanc nieraient au fonds d'investissement immobilier le principe de canalisateur tel que l'indique le *Tableau 8-4*.

3. Obligations à intérêt variable

Le revenu d'un actionnaire est imposé à deux reprises; le revenu d'un détenteur d'obligations ne l'est pas. Peut-être alors, que l'investisseur devrait abandonner la valeur en quelque sorte douteuse de la propriété pour obtenir un revenu de société sous forme d'intérêt sur obligation. Tous droits spéciaux de donner aux détenteurs d'obligations la totalité du revenu net de l'intermédiaire, pourrait cependant, entraîner un traitement différent au point de vue fiscal. Ces paragraphes étudient la possibilité d'une obligation comportant un taux d'intérêt variable afin d'absorber tout le revenu d'un fonds d'investissement immobilier constitué en société.

La plus grande partie du revenu d'un fonds d'investissement immobilier constitué en société pourrait être répartie sous forme d'intérêt si les obligations devaient être dotées d'un taux d'intérêt qui se situe tout juste en bas du pouvoir de gain des actifs d'une société. Aux fins de solvabilité cependant, les obligations exigeraient d'avoir un plus long terme que le cycle de roulement de l'actif et un taux d'intérêt calculé pour se situer en bas du rendement des actifs en tout temps, au cours de leur terme.

Dans le cas des prêts à la construction et au développement, l'échéance des obligations de société peut être plus rapprochée et le taux d'intérêt en

Tableau 8-4

COMPARAISON: INTÉRÊT HYPOTHÉCAIRE REÇU PAR L'ENTREMISE
D'UNE SOCIÉTÉ DE FIDUCIE

	Par l'entremise d'une société de fiducie	Par l'entremise d'un fonds d'investissement immobilier	
		Proposition du Livre blanc ¹	Principe de canalisateur
Intérêt hypothécaire	10	10	10
Dépenses et rémunération au parrain	<u>2</u>	<u>2</u>	<u>2</u>
	8	8	8
Impôt sur le revenu à 50%		<u>4</u>	<u>4</u>
		4	4
Montant du paiement d'intérêt sur le certificat	8		
Répartition du fonds d'investissement immobilier		4	8
Impôt à 40%	3,2	2,4	3,2
Moins le dégrèvement	<u>—</u>	<u>2,0</u>	<u>—</u>
Impôt de l'actionnaire	<u>3,2</u>	<u>0,4</u>	<u>3,2</u>
Impôt combiné	3,2	4,4	3,2

¹ La colonne du centre illustre l'impôt supplémentaire qui serait prélevé d'un fonds d'investissement immobilier par les propositions du Livre blanc. Un pareil désavantage pourrait bien ne pas se présenter pour les intermédiaires similaires suivants qui, pour le moment, jouissent du traitement fiscal de canalisateur:

- Fonds d'investissement en commun exploités par les sociétés de fiducie
- Fonds en commun et caisse particulière de retraite
- Fonds de fiducie en commun, des successions et des trusts

concordance plus étroite avec le rendement des sociétés. Dans le cas des investissements à la construction, le rendement minimal en loyer et en gains, au cours de la longue période d'investissement, est plus difficile à évaluer.

Le taux d'intérêt sur les obligations de société est fixé pour accorder une garantie à l'investisseur et un engagement fixe pour la compagnie. Néanmoins, la garantie de ce taux d'intérêt fixe est évaluée par le marché et le principal de l'investisseur fluctue en conséquence dans sa valeur marchande.

Dans le cas des obligations à plus long terme, il semblerait y avoir un besoin d'établir un taux d'intérêt qui varie avec le revenu de la compagnie. Une compagnie commerciale dépend tellement des caprices du marché qu'elle peut être en mesure de varier l'intérêt des détenteurs d'obligations, si elle le peut, seulement en se fondant sur son profit net. On a trouvé nécessaire d'agir ainsi au cours des années de dépression de la décennie 1930, mais la Loi de l'impôt sur le revenu fut alors modifiée pour empêcher la déduction d'un tel intérêt et de le traiter comme un dividende. La Loi de l'impôt sur le revenu prévoit toujours ce qui suit:

Article 139(1)(t)

"Obligation gagée sur les bénéfices ou débenture gagée sur les bénéfices" signifie une obligation ou une débenture à l'égard desquelles l'intérêt ou les dividendes ne sont payables que lorsque la compagnie débitrice a réalisé des bénéfices avant de tenir compte de ses obligations quant aux intérêts ou aux dividendes:

Article 12(1)(f)

"d'un montant versé par une corporation autre qu'une corporation person-

nelle, à titre d'intérêt ou autrement, aux détenteurs de ses obligations ou débetures gagées sur les bénéfices, à moins que les obligations ou débetures n'aient été émises ou les dispositions y renfermées relatives aux bénéfices n'aient été adoptées depuis 1930

- (i) en vue de procurer au débiteur quelque soulagement à ses difficultés financières, et
- (ii) pour remplacer ou modifier des obligations ou débetures qui, à la fin de 1930, portaient un taux d'intérêt fixe sans condition,

Article 8(3)

“Intérêts sur obligation à intérêt conditionnel. Toute somme versée à intervalle périodique, annuel ou autre, par une corporation qui réside au Canada à un contribuable au titre d'une obligation à intérêt conditionnel est réputée avoir été payée par la corporation et reçue par le contribuable à titre de dividendes sur une action du capital-actions de la corporation, sauf si la corporation a le droit de déduire la somme ainsi versée lors du calcul de son revenu.

Ainsi, le revenu-intérêt provenant des obligations n'obtient pas le traitement de canalisateur. Il semblerait possible cependant, qu'une compagnie puisse déterminer un taux d'intérêt pour une obligation qui serait payable non seulement lorsque la compagnie débitrice a réalisé un profit ni même à un taux qui varierait avec le profit, mais un taux qui est rattaché au revenu brut. Ainsi, la plus grande partie du revenu de la compagnie passerait à l'investisseur sans que la société soit imposée, et elle réaliserait ainsi le traitement fiscal de canalisateur. Si le revenu brut déterminait le taux d'intérêt, il lui faudrait alors être passive et non assujettie aux fluctuations des dépenses.

Tel que décrit ci-dessus, l'obligation à intérêt variable produit un résultat semblable au fonds d'investissement immobilier. La difficulté repose dans l'engrenage des paiements d'intérêt au revenu brut. Bien que le revenu d'un fonds d'investissement immobilier puisse être régulier, et que les honoraires du gérant puissent être proportionnels, il peut se présenter un mouvement inégal des gains ou des pertes de capital. Ces gains de capital doivent être passés à l'investisseur au même moment où les gérants d'entreprise reçoivent leur rémunération qui serait proportionnelle à leur gestion de l'investissement. Il est nécessaire d'avoir une formule pour transmettre aux investisseurs, les gains et les pertes de capital à long terme dans la propriété immobilière. Le trust d'investissement immobilier a réalisé cette transmission aux Etats-Unis.

4. *Compagnies d'assurance-vie*

La compagnie d'assurance-vie canadienne typique est détenue mutuellement par ses détenteurs de police. En termes simples, aux fins de l'impôt, le revenu est gagné pour des investisseurs passifs qui mettent leurs fonds en commun pour plusieurs objectifs à long terme.

Ces fonds en commun fondamentaux sont décrits ci-après.

a) Le fonds d'assurance-vie

Dans ce cas, le détenteur de police paie ses contributions à même son revenu une fois l'impôt payé et son assurance lui est garantie par les fonds généraux de la compagnie d'assurance. Bien que les primes s'accumulent, le revenu d'investissement (à l'exclusion des gains de capital) est imposé à 15%.

L'intention est de fournir un bénéfice garanti au décès. A ce moment-là, toutes les recettes sont exemptes d'impôt sur le revenu et tombent sous le coup de la succession aux fins des droits de succession. Le fonds d'assurance-vie constitue la plus grande partie de l'actif de la compagnie d'assurance-vie.

Les rentes achetées autrement qu'en vertu d'un régime enregistré seraient comprises dans ce fonds. Au moment de faire les paiements, le fonds récupère l'impôt de 15%. Le rentier paie l'impôt pour ce qui est de l'élément revenu seulement. Il y a également un fonds pour les polices à primes fixes, émises antérieurement au 23 octobre 1968, mais le revenu-intérêt de ce fonds n'est pas sujet à l'impôt de 15%.

b) Régime de pension enregistré et régime d'épargne-retraite

Les primes qu'un particulier contribue au fonds général sont déductibles aux fins de l'impôt. Le revenu de placement de ces fonds s'accumule exempt d'impôt. L'intention est d'établir une rente garantie à la retraite et à ce moment-là, la rente est imposable aux taux d'impôt applicables au cours des années de retraite.

c) Fonds indépendants

Les contributions sont faites à un fonds qui est indépendant du fonds général et est investi comme un fonds en commun distinct. L'intention est de fournir une rente à la retraite ou un bénéfice au décès, dont le montant variera selon la valeur des titres sous-jacents. Le revenu n'est pas distribué mais est réinvesti au nom du bénéficiaire. Il n'y a pas d'impôt sur le revenu canadien, ni sur les gains de capital pour ce qui est du fonds indépendant lui-même.

Le revenu (mais non les gains de capital) est réparti annuellement aux détenteurs de police, puis rapporté sur une formule T-5 et il devient une partie de revenu imposable du détenteur de police pour cette année-là. Les contributions à un régime de pension enregistré ou à un régime d'épargne-retraite pourraient également être ainsi investies et aucun impôt ne serait payable par le régime avant l'échéance ou la terminaison.

d) Réserves additionnelles

Dans la mesure où le revenu de placement n'est pas réparti aux détenteurs de police, il est traité comme un revenu de la société et imposé au plein taux des corporations. Etant donné qu'il n'y a pas d'actionnaire d'une société mutuelle, ce surplus dont l'impôt est payé, est habituellement retenu comme réserve additionnelle.

Des quatre fonds d'assurance mentionnés ci-dessus, la comparaison la plus rapprochée du fonds d'investissement immobilier est le fonds indépendant. Il faudrait remarquer que son revenu (bien qu'il ne soit pas distribué matériellement) est taxé immédiatement vis-à-vis du détenteur de la police à moins que la police ne soit constituée selon un plan de retraite (lequel est alors régi par des règles spéciales). Il est permis aux fonds indépendants d'investir dans des hypothèques et l'immeuble, mais l'immeuble est un bien qui est particulièrement difficile à traiter en ce qui concerne l'évaluation ou d'autres fins. Les fonds généraux d'une compagnie d'assurance-vie peuvent être investis sans limite dans des hypothèques de bonne qualité, ainsi que dans des achats à retour locatif et des loyers de terrain. L'immeuble locatif

est assujéti à une limite qui peut être énoncée en termes vagues comme représentant 10% de l'actif du portefeuille. Le taux d'impôt général de 15% applicable au revenu de placement est tenu pour un paiement représentatif au nom des détenteurs de police.

5. *Compagnies d'investissement*

L'article 69 de la Loi de l'impôt sur le revenu s'adresse aux compagnies d'investissement; cet article prévoit un taux d'impôt réduit pour les compagnies d'investissement qui peuvent être admissibles en vertu de règles spéciales et faire un choix. Les règles comportent entre autres, les exigences suivantes: 95% du revenu de la corporation doivent provenir d'actions, d'obligations, de titres négociables ou de comptant; au plus 25% de son revenu brut peuvent être constitués d'intérêts; et au moins 85% de son revenu net pour l'année, doivent être répartis au cours de l'année. Une caractéristique importante dont peut se prévaloir une compagnie de l'article 69, est que tout son revenu-intérêt est taxé au taux peu élevé de l'impôt des corporations (23,54%, en ce moment). Cet impôt pourrait-être mitigé par le dégrèvement fiscal de 20% pour dividendes, selon l'échelle d'impôt de l'actionnaire.

Le *Tableau 8-5* illustre comment une compagnie de l'article 69 jouit en réalité, du traitement fiscal de canalisateur, lequel est comparable au traitement des autres fonds d'investissement et reconnaît en quelque sorte que la compagnie est un intermédiaire.

Tableau 8-5

EXEMPLE: FONDS INVESTISSANT DANS DES ACTIONS ET DES TITRES
(en milliers de dollars)

	<i>Compagnie d'investissement</i>		<i>Trust d'investissement</i>
	<i>Article 69</i>	<i>Non article 69</i>	
Intérêt	\$ 20	\$ 20	\$ 20
Moins impôt à 23,54%	5	5	—
	<u>\$ 15</u>	<u>\$ 15</u>	<u>\$ 20</u>
Dividendes	80	80	80
Gains pour la distribution	\$ 95	\$ 95	\$100
Revenu de l'actionnaire	\$ 95	\$ 95	\$100
Impôt à 40%	\$ 38	\$ 38	\$ 40
Dégrèvement fiscal à 20%	19	19	16
Impôt de l'actionnaire	\$ 19	\$ 19	\$ 24
Revenu net après impôt	<u>\$ 76</u>	<u>\$ 76</u>	<u>\$ 76</u>

Dans l'exemple susmentionné, il semble qu'il n'y ait aucun désavantage pour une compagnie d'investissement qui ne choisit pas le traitement de l'article 69. Il y aurait un désavantage cependant, si le revenu imposable dépassait \$35 000 et qu'il devint imposable au plein taux des corporations.

En général, les compagnies d'investissement ne peuvent pas se prévaloir de l'option aux termes de l'article 69, si elles désirent retenir plus de 15% de leurs gains ou si elles ont une forte proportion de revenu-intérêt. Les compagnies qui répartissent habituellement leurs gains, trouvent que le taux d'impôt de l'article 69 constitue une alternative favorable aux taux des cor-

porations si le montant de leur revenu-intérêt est élevé (tout en restant en deçà du rapport de 25% permis vis-à-vis du revenu brut).

Les difficultés que les compagnies d'investissement ont éprouvées à obtenir de nouvelles souscriptions ou en raison de la pénalité fiscale, à retenir les gains pour leur croissance, sont décrites dans les commentaires récents faits par l'ACIC, sur les compagnies d'investissement à capital fixe.

Le cours des actions d'une compagnie à capital fixe n'est pas uniquement tributaire de la valeur marchande de ses titres en portefeuille comme dans le cas des fonds mutuels. En effet, il dépend de l'offre et de la demande de ces actions, de leur rendement en dividendes et d'autres facteurs. Selon l'expérience au Canada, les actions des compagnies à capital fixe se négocient à des escomptes substantiels par rapport à leur valeur nette établie d'après la valeur de leur actif net. Nous croyons que le cours des actions de la Société canadienne de Développement serait sujet à ces mêmes corrélations et tendances. A cause de l'escompte, ces compagnies se sont trouvées dans la quasi-impossibilité d'élargir la base de leurs opérations en procédant à de nouvelles émissions d'actions ordinaires et avec le coût élevé du capital d'emprunt leur seule source pratique de financement de nouveaux investissements réside dans la vente de valeurs en portefeuille ou dans la retenue des bénéfices.

Nous sommes donc d'avis qu'un impôt sur les gains de capital payable par une compagnie de placement à capital fixe est un fardeau particulièrement lourd pour notre industrie. Nous croyons aussi que la sauvegarde de l'intégrité des amas de capital confiés à la gestion professionnelle comporte des avantages bien déterminés et pour nos actionnaires et pour l'économie canadienne. Les fonds à capital variable (mieux connus sous la désignation de fonds mutuels) peuvent avec le temps compter rationnellement sur un apport continu de liquidités qui fera plus que compenser toute saignée découlant du paiement d'un impôt sur les gains de capital. Tel n'est pas le cas des fonds à capital fixe.¹⁷

Le traitement fiscal actuel des fonds d'investissement immobilier peut s'établir en considérant les calculs susmentionnés pour une compagnie d'investissement et un trust d'investissement. En raison de leur fort montant de revenu-loyer et de revenu-intérêt, les fonds d'investissement immobilier ne pourraient pas être admissibles en vertu de l'article 69 actuel.

Les gains de capital provenant de la vente d'actions et d'immeubles ne sont pas taxés en ce moment, mais les gains provenant des obligations et des hypothèques sont inclus dans le revenu approprié d'investissement et sont ainsi imposés.

6. *Fonds mutuels*

Le rapport du Comité canadien sur les fonds mutuels a étudié les fonds mutuels dans leur sens généralement accepté, à l'exclusion des fonds à capital fixe.¹⁸ Le traitement fiscal cependant, porte non pas sur la caractéristique du capital fixe ou du capital variable, mais sur la forme de l'organisation. Ainsi, les fonds mutuels sont sujets au même traitement fiscal que les fonds d'investissement à capital fixe, selon qu'ils sont organisés comme des corporations ou comme des trusts. Antérieurement dans le présent chapitre, nous avons

¹⁷ Association of Canadian Investment Companies, *Mémoire sur la réforme fiscale*.

¹⁸ *Rapport du comité canadien d'étude des fonds mutuels et des contrats de placement*, Etude fédérale provinciale (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1969).

discuté des implications fiscales en ce qui concerne les fonds mutuels telles que prévues dans les propositions du Livre blanc. Les paragraphes suivants discutent du fonds mutuel comme intermédiaire.

Dans son mémoire du Livre blanc sur la réforme fiscale, l'Association canadienne des fonds mutuels disait ce qui suit au sujet de la différence entre un fonds mutuel et une compagnie de fabrication, en ce qui concerne leur similarité, aux fins de l'impôt des corporations:

16. . . Les rapports entre l'actionnaire d'un fonds mutuel ne sont pas les mêmes que ceux des actionnaires d'autres corporations pour les raisons suivantes:

- a) l'essence des rapports entre un fonds mutuel et ses actionnaires sont à l'effet qu'un fonds mutuel est tenu de racheter, sur demande, les actions détenues par n'importe lequel de ses actionnaires; en général les autres corporations n'ont pas ce pouvoir ou cette obligation, et
- b) les autres corporations publiques, en général, exercent un commerce . . . il est probable qu'elles sont en mesure de transmettre à leurs clients, dans le coût de leurs marchandises ou de leurs services, une partie des impôts qu'elles paient; un fonds mutuel n'a pas de clients, et par conséquent ne peut pas transmettre une partie des impôts qu'il a payés; il est en quelque sorte l'agent de ses actionnaires et un moyen de faciliter la mise en commun de fonds, ainsi que l'a défini le Comité canadien.¹⁹

La similarité essentielle entre un fonds mutuel et un fonds d'investissement immobilier (et la différence qu'ils partagent par opposition aux autres organisations) est leur impuissance à exister isolément. Une organisation industrielle ou commerciale est complète en elle-même, alors qu'un fonds est tout d'abord une mise en commun d'argent d'investissement administrée par un gérant (habituellement une compagnie distincte) qui poursuit continuellement la fonction d'entrepreneur qui, dans les autres organisations, relève des actionnaires et des directeurs.

7. Fonds d'investissement immobilier au Canada

Les compagnies ou les trusts qui investissent dans l'immeuble trouvent qu'ils doivent être des établissements à capital fixe ou à capital variable, selon les caractéristiques de leur actif. Pour que le fonds soit un établissement à capital variable, l'actif doit pouvoir être susceptible d'évaluation régulière et de réalisation facile. En ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier au Canada, ces caractéristiques ne sont pas présentes sauf peut-être, dans le cas des hypothèques garanties par le gouvernement ou non garanties. Il est évident qu'il y a très peu de fonds d'investissement immobilier dont les actions sont accessibles au public et ils sont essentiellement à capital fixe. Certains de ces fonds s'établissent comme suit:

1. MEPC Canadian Properties Limited est une compagnie à capital fixe détenant de l'immeuble locatif, qui est coté sur la Bourse de Toronto.
2. Le Royal Trust Company Mortgage Corporation est une fiducie à capital fixe qui détient des hypothèques non LNH. Le public y participe par l'entremise d'actions de la Royal Trust Company et elle constitue une comparaison utile au Fonds M.

¹⁹ Association canadienne des fonds mutuels. *Mémoire sur la réforme fiscale.*

3. Le Britannica House Trust est une fiducie à capital fixe qui a fait l'acquisition d'un avoir simple en vertu d'un bail (99 ans) et dont le fiduciaire détient un bail en fiducie jusqu'à ce que la propriété soit vendue.
4. Le Royal Trust M Fund est une fiducie qui peut être à capital variable parce qu'elle investit dans des hypothèques non LNH et parce que son parrain, le Royal Trust Company a garanti l'achat des hypothèques à 95% de leur évaluation.

Une des raisons de l'absence d'attrait sur le marché, des fonds d'investissement immobilier qui sont des compagnies de portefeuille immobilier, est la barrière fiscale qui a été mentionnée antérieurement en discutant des compagnies d'investissement dont le revenu ne provient pas de dividendes. Il faut remarquer que ces compagnies ne distribuent pas une proportion élevée de leur revenu aux actionnaires publics. Si elles le faisaient, le double impôt du revenu réduirait considérablement le rendement.

Ce double impôt peut également expliquer pourquoi un grand nombre de propriétés résidentielles locatives sont retenues par les entrepreneurs conjointement avec leur production d'habitations unifamiliales, ou sont détenues par des sociétés familiales fermées et ne sont pas mises sur le marché.

8. *Les intermédiaires en général*

De cette discussion sur les intermédiaires canadiens, il est évident que les investisseurs peuvent se prévaloir de plusieurs manières d'un intermédiaire sans subir la pénalité d'un double impôt. Dans les cas discutés, l'actif de l'intermédiaire et le revenu à la source et pour l'investisseur, ont été de nature non active, non associés à des activités d'affaires et en fait, de nature passive.

III. AUTRES CARACTÉRISTIQUES DES FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

1. *Liquidité*

En général, les fonds d'investissement immobilier sont des compagnies à capital fixe parce que l'actif immobilier est un actif à long terme et non facilement réalisable.

Il y a deux aspects importants de liquidité visant les fonds d'investissement immobilier qu'il faut étudier: dans un cas, il y a la liquidité de l'actif immobilier du fonds d'investissement immobilier et dans l'autre, la liquidité des actions de l'investisseur dans le fonds d'investissement immobilier. Dans les deux cas, il est important de faire une évaluation de l'actif immobilier.

Dans un ordre descendant de liquidité, les principaux investissements qui constituent présentement les portefeuilles immobiliers des fonds d'investissement, s'établissent comme suit:

- Prêts à la construction et à l'aménagement
- Hypothèques à court terme
- Hypothèques non LNH (long terme)
- Avoir propre dans la propriété

Au Canada, une grande partie du financement au cours de la construction se fait par un prêteur à long terme comme une avance du financement

permanent. Lorsqu'il se présente un écart à surmonter ou un prêt à la construction et à l'aménagement distinct du financement à long terme cependant, il n'est pas possible de faire une évaluation en se référant à la valeur marchande de la garantie du prêt ou de l'immeuble à l'appui, mais celle-ci implique une évaluation des possibilités de mauvaise créance inhérente à un projet de construction inachevé. Dans ce cas également, la liquidité de l'investissement total du fonds d'investissement immobilier est régie par ses engagements en instance de faire d'autres prêts.

Les hypothèques à court terme et à long terme devraient être plus facilement réalisables antérieurement à l'échéance et ainsi elles peuvent être évaluées en se référant à un marché. Le marché hypothécaire au Canada, cependant, peut bien ne pas être développé suffisamment à cette fin.

L'évaluation et la réalisation de l'avoir dans une propriété exigent beaucoup de sophistication. Par tradition, peut-être en raison d'activités immobilières mal gérées et de fonds étrangers, toute forme de révélation d'une valeur immobilière par des fonds cités publiquement aux Etats-Unis, a été interdite par les règlements visant les titres. (Et ceci, en dépit du fait que la rémunération du conseiller peut être fondée sur les valeurs marchandes).

Aux termes des lois visant l'impôt sur le revenu en France, un trust d'investissement immobilier est tenu d'évaluer l'immeuble au moindre de la valeur aux livres dépréciée, ou de la valeur marchande, et aussi, de mettre de côté une réserve de 20% pour les pertes possibles. De plus, tous les fonds d'investissement doivent mettre de côté des réserves générales pour les actionnaires, en plus et en sus du capital-actions souscrit.

Suivant l'exemple de la France, une combinaison comportant une réserve en cas de perte et une proportion des investissements liquides (disons 20%) devraient constituer la protection nécessaire pour toutes les éventualités sauf les cas catastrophiques au rachat. Comme autres mesures de protection contre une catastrophe, les règlements ou la charte pourraient prévoir qu'il serait illégal de racheter advenant que l'actif liquide se chiffre par un montant inférieur à 5%, par exemple.

Un autre moyen d'assurer une évaluation et une liquidité est le parrainage par des établissements sous forme de retrait ou option de vente garantis. Les compagnies d'assurance-vie, par exemple, comptent parmi leur personnel, l'expertise voulue pour priser les propriétés et en projeter les valeurs sur une période donnée. Si elles donnent à un fonds d'investissement immobilier une garantie qu'elles achèteraient une propriété à une valeur déclarée au cours d'une période de 5 ans, par exemple, cela lui accorderait une évaluation et une liquidité raisonnable. Aussi, peut-être que le fonds d'investissement immobilier restreindrait ses dates d'évaluation et de rachat aux fins de mois, comme c'est le cas maintenant, pour les fonds de société de fiducie.

Par exemple, le M & G Property Fund fut établi au Royaume-Uni, en mars 1971, comme un fonds immobilier à capital variable. Ces propriétés immobilières sont évaluées chaque mois par un évaluateur indépendant. Une compagnie d'assurance-vie s'est engagée à acheter des propriétés jusqu'à concurrence de 20% du fonds, et 10% du fonds seront retenus dans des titres

du gouvernement et déposés en banque. Ainsi cette réserve prévoit un amortisseur de liquidité de 30%.

Un investisseur dépend de la Bourse pour disposer des investissements à capital fixe et sur la liquidité du fonds lui-même pour racheter des investissements à capital variable. Dans les deux cas, le montant de ses recettes dépend de l'évaluation de l'actif immobilier. Pris d'un autre point de vue, pour qu'un fonds soit à capital variable, il est essentiel que l'actif immobilier soit susceptible autant d'une évaluation que d'une réalisation. Il semble qu'il n'y ait aucune raison fiscale pour insister que les fonds d'investissement immobilier soient à capital fixe ou à capital variable. La raison est que tout le revenu régulier est distribué et il est peu important qu'un gain imposable provienne d'une vente ou d'un rachat.

Sommairement, pour qu'un fonds d'investissement immobilier jouisse de liquidité, l'actif immobilier doit être susceptible d'évaluation et de réalisation. Lorsque l'actif immobilier est à long terme, l'absence de liquidité exige habituellement que le fonds d'investissement immobilier soit à capital fixe. S'il est possible cependant, de prévoir une liquidité suffisante, le fonds d'investissement immobilier peut alors être à capital variable. Les actions d'un fonds d'investissement immobilier à capital variable seraient rachetables et devraient être attrayantes pour l'investisseur. Ainsi, il faudrait trouver le moyen de permettre à certains fonds d'investissement immobilier d'être à capital variable. A tout événement, c'est là une question de réglementation en vertu du droit visant les titres et non en vertu de la loi visant l'impôt.

2. Dépréciation et mouvement de comptant

Comme question pratique, le mouvement de comptant en ce qui concerne les remboursements de principal hypothécaire pour un fonds d'investissement immobilier de participation, provient généralement des loyers reçus et son montant se chiffre approximativement par l'équivalent des frais de dépréciation. Une autre considération du mouvement de comptant est l'ajournement de l'impôt sur le revenu en réclamant une indemnité de frais de première instance aux fins de l'impôt, plus élevée que la dépréciation qui est inscrite aux livres. Les investisseurs se préoccupent qu'il puisse se présenter une pénurie de comptant disponible avec les années, alors que l'obligation par l'ajournement de l'impôt devient payable, parce qu'alors, le comptant peut bien avoir été utilisé pour acheter une propriété immobilière et même payer des dividendes. Cette demande de comptant peut survenir cependant à un moment où le revenu-loyer a augmenté par rapport aux premières années d'un bâtiment et lorsque les paiements hypothécaires sont moins onéreux.

3. Changements du niveau général des prix

On a reconnu depuis longtemps qu'il y a des points faibles dans les états financiers, en ce qu'ils affichent un historique de coûts et ne donnent aucun poids aux changements des valeurs marchandes de l'actif ou même à l'effet des changements monétaires avec le temps. Sans une solution à ce problème, les autorités de comptabilité s'en sont tenus rigidelement aux coûts antécédents.

Bien que l'on se serve encore du coût antécédent, on se trouve toujours en

présence de la possibilité de présenter un état supplémentaire fondé sur le niveau des prix. La chose serait particulièrement utile en présence d'une inflation considérable. L'état financier supplémentaire présenterait de nouveau les coûts antécédents dans le contexte des dollars actuels et démontrerait par exemple, l'équivalent, en dollars actuels, d'actifs fixes auxquels on en est à l'aide d'un indice établissant un rapport entre les niveaux actuels de prix généraux et ceux qui existaient au moment de l'acquisition de l'actif. On ne tenterait pas de représenter l'évaluation actuelle non plus que les valeurs marchandes actuelles. Le *Tableau 8-6* présente un tel état.

Tableau 8-6

EXEMPLE: BILAN REDRESSÉ DU NIVEAU GÉNÉRAL DES PRIX

	<i>Coût au 31,12,70</i>	
	<i>Antécédent</i>	<i>Redéclaré</i>
Actifs		
Dépôts en banque	\$ 78 125	\$ 78 125
Terrain	200 000	269 000
Bâtiments, coût moins dépréciation	750 000	1 008 750
	<u>\$1 028 125</u>	<u>\$1 355 875</u>
Passif et avoir		
Impôt ajourné	\$ 78 125	\$ 96 533
Créance à long terme	450 000	450 000
Avoir des actionnaires	500 000	809 342
	<u>\$1 028 125</u>	<u>\$1 355 875</u>

Remarque: Pour plus de détails se rapportant au présent tableau, voir Annexe C. Les coûts antécédents pour 1961 ont été remis à jour jusqu'aux coûts actuels de 1970, conformément à l'indice des prix implicites du Bureau Fédéral des Statistiques, à 134,5 pour le quatrième trimestre de 1970. Aux fins du présent exemple, l'impôt ajourné a été traité comme un item non monétaire.

Lorsqu'un bâtiment est vendu après avoir été détenu pour nombre d'années, une partie des recettes peut être attribuée à l'inflation et malgré tout, le gain apparent peut être taxé totalement comme une reprise de la dépréciation.

Tableau 8-7

EXEMPLE: CHANGEMENT GÉNÉRAL DU NIVEAU DES PRIX
ET REPRISE DE LA DÉPRÉCIATION

	<i>Impôt (5%)</i>	<i>Valeur aux livres redéclarée</i>
Coût, 1961	\$1 000 000	\$1 345 000
Dépréciation	401 300	336 750
Valeur nette	<u>\$ 598 700</u>	<u>\$1 008 250</u>
Recettes de la vente, 1970	1 100 000	1 100 000
Gain	\$ 501 300	\$ 91 750
Reprise (à l'exclusion de l'excédent sur le coût)	\$ 401 300	
Impôt au taux des corporations de 53,41%	\$ 214 334	
Déduire taxe ajournée (en dollars courants)	<u>96 533</u>	
Taxe supplémentaire en dollars courants	\$ 117 801 ¹	

¹ A remarquer que l'impôt de \$117 801 sur la transaction dépasse le montant total du gain réel déclaré en dollars constants (\$91 750).

Le *Tableau 8-7* illustre l'effet d'un bâtiment détenu pour 10 ans, jusqu'en 1970. Le bâtiment illustré dans le tableau précédent a servi pour ce tableau.

Les propositions de réforme fiscale ajouteraient un autre impôt sur les recettes en excédent du coût original comme suit:

Excédent sur le coût original	\$100 000
Impôt des corporations à 53,41 %	53 410
Impôt sur reprise comme ci-dessus	<u>117 801</u>
Pourcentage du gain redéclaré	187 %

Cet exemple suggère qu'il ne serait pas sage de réclamer l'indemnité maximale des frais de première instance lorsque l'actif se vendrait vraisemblablement à un prix en excédent des frais de première instance non dépréciés. Il faut également tenir compte de l'épargne d'intérêt sur l'impôt ajourné.

4. *Passivité*

D'après la discussion ci-dessus sur les aspects des fonds d'investissement immobilier au Canada, il semble, généralement, que ce sont là des intermédiaires, mais le revenu ne jouit pas du traitement fiscal de canalisateur comme dans le cas de la plupart des intermédiaires. De plus, les propositions du Livre blanc sur la réforme fiscale maintiendraient ce désavantage et l'aggraveraient.

En examinant l'expérience des Etats-Unis, la caractéristique distinctive du trust d'investissement immobilier des Etats-Unis et d'autres intermédiaires semblables se retrouve dans leur passivité. En discutant des aspects canadiens, on a comparé le fonds d'investissement immobilier canadien aux autres intermédiaires canadiens et on a trouvé des caractéristiques semblables qui semblent être passives.

Dans la Loi de l'impôt sur le revenu, un revenu passif est décrit comme un revenu provenant d'une propriété, par opposition à celui qui provient d'un commerce. Un commerce est défini, au sens large, à l'article 139(1)(e) et la propriété, à l'article 139(1)(ag), mais il faut se reporter au droit pour établir la ligne de distinction entre l'exploitation d'un commerce et la détention d'une propriété en portefeuille.

Le revenu provenant d'une propriété en portefeuille comprend habituellement des dividendes, des intérêts, du loyer et des royautés. Ce revenu est caractérisé par le fait qu'il provient d'un capital investi où l'on n'a dépensé que très peu sinon aucun temps, main-d'oeuvre, ou attention pour la production du revenu. La quantité de temps, de main-d'oeuvre ou d'attention peut déterminer si le revenu provient d'un commerce ou d'une propriété, et cela a été particulièrement évident dans les cas traitant de la gestion immobilière. Par exemple, afin d'enlever toute suggestion de l'exploitation d'un commerce, un propriétaire ne doit pas lui-même entreprendre l'activité de gestion et de surveillance d'un bâtiment commercial.²⁰ Le fait que la Loi de l'impôt sur le revenu du Canada présente déjà une distinction toute faite entre un revenu d'affaires et un revenu passif, devrait aider les législateurs à décrire la nature passive que doit revêtir un fonds d'investissement immobilier avant que son revenu puisse jouir du traitement fiscal de canalisateur.

²⁰ *Morris Ginsberg v. MNR*, 53 DTC 445 and *No. 196 v. MNR*, 54 DTC 468.

IV. RÈGLES D'IMPÔT POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER CANADIENS

1. *Besoin de règles*

Au cours de la réforme de la Loi canadienne de l'impôt sur le revenu, les législateurs peuvent bien trouver qu'il ne suffit pas tout simplement de prescrire que le revenu qu'un intermédiaire a tiré d'une propriété devrait jouir du traitement fiscal de canalisateur. Pour une chose, il est nécessaire de concevoir la structure d'un régime fiscal qui produira un traitement de canalisateur. De plus, les considérations gouvernementales sur le revenu peuvent exiger des règles spéciales quant aux distributions par l'intermédiaire. La présente section du chapitre étudie donc quelques-unes des considérations pour en venir à un jeu de règles fiscales qui s'appliquent spécifiquement au fonds d'investissement immobilier.

2. *Statut*

Les exigences visant un fonds d'investissement immobilier pourraient être définies dans les articles de la Loi de l'impôt sur le revenu qui visent l'impôt, et de pair avec les règlements et les décisions, ils pourraient distinguer un fonds d'investissement immobilier des autres contribuables.

Il devrait être possible d'organiser un fonds d'investissement immobilier comme une société ou un trust. Le droit des sociétés, particulièrement en ce qui concerne les corporations commerciales, a évolué du besoin de réglementer les négociations entre l'entité et ses investisseurs et créanciers. Mais les fonds d'investissement immobilier ont très peu de créanciers non garantis et il est donc nécessaire de réglementer les activités entre l'investisseur et le gérant. Ceci se rapproche davantage du rapport entre un disposant et un fiduciaire dans un trust, et suggère que le fonds d'investissement immobilier ait recours à un trust. Il peut se présenter cependant, des objections légales au recours à un trust. De plus, il peut être possible de réglementer la question des actions d'un fonds d'investissement immobilier par le recours au droit des sociétés existant et aux règlements visant les titres.

3. *Nombre d'actionnaires*

Les exigences d'impôt visant un fonds d'investissement immobilier pourraient comprendre un nombre minimal d'actionnaires mais le nombre exact n'est pas important. Si un petit nombre de personnes mettaient leur argent d'investissement en commun, elles pourraient trouver que les règles portant sur les fonds d'investissement immobilier seraient semblables à celles qui régissent les corporations personnelles et les sociétés fermées, qui exigent une distribution immédiate. De plus, le revenu des fonds d'investissement immobilier serait totalement distribué et imposé annuellement à l'endroit de ces personnes. A tout événement, il faudrait que le fonds d'investissement immobilier se conforme aux exigences non commerciales passives et il se peut que le fonds d'investissement immobilier trouverait difficile d'être passif à moins que ses actions ne soient ouvertes. Pour plus de certitude, un nombre tel que 50 serait satisfaisant pour indiquer la passivité et n'entraînerait aucune difficulté pour le fonds d'investissement immobilier où de petits investisseurs

participeraient. Il serait nécessaire cependant, d'ajouter des règles de distribution pour permettre la participation d'un petit nombre d'autres intermédiaires, tels que les fonds de retraite, qui à leur tour, représentent la propriété en usufruit de nombre de petits investisseurs.

4. Commerce ou affaires

Il est essentiel d'interdire aux fonds d'investissement immobilier de s'engager dans des activités commerciales. Cela entraîne des difficultés dans certains secteurs cependant, en raison des divers principes fiscaux. Par exemple, aux Etats-Unis, on a découvert que l'exploitation d'appareils pourvoyeurs, de terrains de stationnement et de services publics correspondait à des activités commerciales. En fait, ces activités sont de nature secondaire ancillaire. Plutôt que de les interdire totalement ou de leur imposer un pourcentage limite, il pourrait exister une limite raisonnable (la même pour l'actif et les tests de revenu) qui laisserait une marge qui couvrirait des activités secondaires qui, par inadvertance, pourraient être classées parmi les activités d'affaires.

Il se posera des questions quant à la nature d'une vente d'une propriété immobilière ou un portefeuille d'hypothèques et il peut être nécessaire de prévoir des périodes de retention en portefeuille qui doivent s'écouler avant que la transaction ne soit considérée comme une transaction non commerciale.

5. Actifs

Il semble qu'il n'y ait pas de raisons fiscales pour que l'actif soit essentiellement constitué d'actifs immobiliers mais l'investissement tant dans la propriété immobilière que dans les actions et les obligations de compagnies industrielles exigerait des gestionnaires qui devraient disposer de deux genres totalement différents d'expertise, et l'unicité d'intention semble être une meilleure protection pour l'investisseur.

6. Revenu

Si les réformes fiscales introduisent la proposition qui établit effectivement une catégorie distincte pour chaque bâtiment, l'aliénation de chaque bâtiment produira alors une reprise immédiate ou une perte terminale. Pour empêcher une déformation indue du montant permis de revenu non spécifié, il ne faudrait pas ajouter les gains de capital, la dépréciation reprise et les pertes terminales à la base du revenu brut pour cette épreuve.

7. Administration

L'année fiscale des fonds d'investissement immobilier ne devrait pas être restreinte à une année civile. Cela assurerait au fonds d'investissement immobilier, sa propre souplesse administrative.

En pratique courante, le ministère de l'Impôt sur le Revenu ne fait pas de vérification comptable sur les lieux en ce qui concerne les rapports d'impôt chaque année. Ainsi, plusieurs années peuvent passer avant de découvrir qu'un fonds d'investissement immobilier ne s'est pas conformé aux exigences visant l'organisation, l'actif, le revenu ou la distribution minimale.

Nous croyons que les organismes de titres et les autres organismes régulateurs seraient suffisamment intéressés à la conformité des fonds d'investissement immobilier aux exigences visant le fisc qu'il n'y aurait que quelques exceptions où le fonds d'investissement immobilier ne s'y conformerait pas.

Advenant qu'une réévaluation démontre que des dividendes insuffisants étaient payés en ce qui concerne la distribution minimale calculée d'après le revenu révisé, le fonds d'investissement immobilier devrait être en mesure de payer le dividende déficient pour rectifier la situation. Advenant qu'une réévaluation produise l'effet d'invalider un fonds d'investissement immobilier rétroactivement, de sorte que les règles courantes des corporations s'appliqueraient, le taux d'impôt applicable devrait probablement être nul parce que les actionnaires auraient payé l'impôt sur les dividendes à leur plein taux personnel. Il peut être approprié cependant, d'imposer un taux de pénalité.

8. *Pertes*

Au cours des premières années d'un fonds d'investissement immobilier, les pertes peuvent provenir d'avoir à acheter des portefeuilles hypothécaires tout-faits et d'avoir à encourir des dépenses élevées de démarrage. Il ne serait pas possible, en vertu des règles existantes sur l'impôt, de reporter les pertes comme aux Etats-Unis, étant donné que cette règle n'est accessible qu'en ce qui concerne les pertes encourues dans un commerce. Il semble logique cependant, de prévoir le report, dans le cas d'un fonds d'investissement immobilier, des pertes provenant de la retention d'une propriété en portefeuille à moins que ces pertes ne soient accessibles à l'actionnaire pour contrebalancer son autre revenu au cours de la même année.

En d'autres années, des pertes locatives peuvent surgir parce que les dépenses y compris la dépréciation peuvent dépasser le montant des loyers. Le système canadien permet cependant, dans ce cas, des réclamations d'indemnité des frais de première instance.

9. *Transmission du revenu aux actionnaires*

Pour maintenir son statut comme fonds d'investissement immobilier, le fonds serait tenu de distribuer un pourcentage élevé de son revenu. C'est là une partie vitale du concept de la mise en commun et qui va de pair avec les principes d'intégration des propositions de la réforme fiscale.

L'exigence visant une répartition de 85%, 90%, 95% ou de 100%, est réellement seulement qu'une commodité administrative. Une exigence de 100% signifierait que le fonds serait exempt d'impôt sur le revenu (comme en France). Si une exemption ne peut pas être accordée cependant, il faudrait permettre une marge de retenue parce que la chose est nécessaire afin de s'assurer qu'on puisse arrondir le montant des dividendes par action, et de combler les petites déficiences dans le rapport du revenu imposable.

Il ne faudrait pas exiger que des distributions soient faites au comptant, parce que les compagnies d'investissement ont souvent besoin d'argent pour augmenter leurs investissements et il semble qu'elles éprouvent des difficultés à inciter les actionnaires à investir leurs dividendes une fois qu'ils les ont reçus en argent comptant. Une méthode qui permet de déclarer le revenu ou les gains imposables sans perte de comptant pour le fonds, consiste à

déclarer des dividendes d'actions et c'est là une méthode qui pourrait être admissible pour l'exigence visant la distribution.

L'option d'association en nom collectif proposée par le Livre blanc sur la réforme fiscale est une autre méthode d'obtenir le traitement de canalisateur mais elle n'est pas très souple pour un fonds d'investissement immobilier dont les actionnaires changent constamment.

La CICA croit que la méthode des dividendes d'actions est à la fois peu commode et coûteuse, et l'Association préférerait se fier totalement à une distribution par le moyen de la formule d'impôt T5 pour faire rapport du revenu d'investissement. Ceci mettrait la méthode existante à bon usage.

Dans la mesure où l'actif n'est pas distribué mais que l'actionnaire devient imposable par le moyen d'une distribution ou de dividendes d'actions, il faut faire un redressement à la base de l'investisseur en ce qui concerne les gains de capital. Autrement, le gain non distribué, mais imposé, serait imposable de nouveau à la vente des actions. Le rajout à la base serait le montant brut du gain avant l'impôt.

Le *Tableau 8-8* illustre une gamme de méthodes typiques de transmission applicables aux fonds mutuels, aux compagnies d'investissement et aux fonds d'investissement immobilier.

Quant à l'opportunité de l'application, les méthodes pour la transmission du revenu d'un fonds d'investissement à ses actionnaires afin de s'assurer que ce revenu est imposé au moment voulu, s'établissent comme suit:

1. Distribution ou allocation durant ou en deçà d'un temps limite, après la fin d'année, avec une référence rétroactive totale à l'année fiscale de l'actionnaire.
2. Distribution au cours de l'année en deçà du temps limite par la suite, alors que les distributions sont imposées au cours de l'année fiscale de l'actionnaire durant laquelle il a reçu les deniers distribués.

Pour que la méthode illustrée à la colonne 1 du *Tableau 8-8* puisse être fonctionnelle, il sera nécessaire de faire la distribution vers le 15 février (pour un fonds de l'année civile) de sorte que les T5 pourraient être déposées avant le dernier jour de février.

Il pourrait être possible d'exiger que la distribution minimale soit faite au cours de l'année fiscale du fonds d'investissement immobilier — c'est-à-dire avant la date de sa fin d'année. Tous les fonds d'investissement immobilier ne pourraient pas cependant, être en mesure de faire des estimations précises et ainsi, il faudrait que l'exigence visant les distributions minimales soit considérablement moindre.

Le gouvernement peut songer à exiger qu'un fonds d'investissement immobilier retienne l'impôt à la source en ce qui concerne le revenu distribué. Par exemple, il pourrait juger qu'une corporation de fonds d'investissement immobilier soit une corporation fermée à la manière des propositions du Livre blanc. Il y a de forts arguments qui créeraient des difficultés et des réclamations inutiles de remboursement pour un grand nombre de fonds de pension et d'investisseurs non résidents qui sont exempts d'impôt.

Il est nécessaire de réaliser un traitement fiscal équilibré du revenu ordinaire non distribué qui est réalisé par un actionnaire qui vend ses actions et

Tableau 8-8

MÉTHODES DE TRANSMISSION DE REVENU

Traitement fiscal	1 <i>Association of Canadian Investment Companies</i> (Mémoire pour le Livre blanc)	2 <i>Trust d'investis- sement immobilier de France</i>	3 <i>Compagnies d'investis- sement réglementées des Etats-Unis</i>	4 <i>Trusts d'in- vestissement immobilier des Etats-Unis</i>
Fonds:				
Non imposable	X	X		
Imposable sur les gains retenus seulement			X	X
Actionnaire:				
Imposable sur le revenu total distribué	X			
Imposable sur la distribution réelle		X	X	X
Non imposable sur les gains retenus par le fonds		X	X	X

celui qui est reçu par un actionnaire lors d'une distribution subséquente. C'est cet équilibre qui régit le taux de l'impôt applicable au revenu imposable retenu d'un fonds d'investissement immobilier. En ayant recours au principe du canalisateur, l'impôt du fonds d'investissement immobilier doit être transmis à l'actionnaire et l'actionnaire s'attendrait d'inclure dans son revenu, les dividendes comptant, pour cet impôt. Les Tableaux 8-9 et 8-10 illustrent l'effet du recours aux taux d'impôt de 33 et 1/3% et de 25%, respectivement, pour réaliser cet équilibre.

Tableau 8-9

COMPARAISON: VENTE D' ACTIONS ET DISTRIBUTIONS

(Taux d'impôt sur le revenu retenu 33 1/3 %)

	<i>Impôt retenu réalisé à la vente d'actions</i>			<i>Impôt retenu distribué</i>		
Fonds d'investissement immobilier:						
Revenu retenu			100			100
Impôt sur le revenu			33,3			33,3
			66,7			66,7
Investisseur:						
Réalisé à la vente d'actions (imposable à 50%)			33,3			
Reçu comme dividendes, rajout (150%)						100
Taux d'impôt	30%	40%	50%	30%	40%	50%
Impôt	10,0	13,3	16,7	30	40	50
Moins dégrèvement	—	—	—	33,3	33,3	33,3
	10,0	13,3	16,7	(3,3)	6,7	16,7
Impôt combiné	43,3%	46,6%	50%	30%	40%	50%

Le solde n'est pas précis lorsque les actions sont vendues mais le double impôt est moindre que si les gains retenus étaient taxés aux taux des corporations, suivis d'un impôt sur les gains de capital. Les taux tant de

Tableau 8-10

COMPARAISON: VENTE D'ACTIONNAIRES ET DISTRIBUTIONS

Taux d'impôt sur le revenu retenu 25%

	<i>Impôt retenu réalisé à la vente d'actions</i>			<i>Impôt retenu distribué</i>		
Fonds d'investissement immobilier:						
Revenu retenu			100			100
Impôt sur le revenu			25			25
			<u>75</u>			<u>75</u>
Investisseur:						
Réalisé à la vente d'actions (imposable à 50%)			37,5			
Reçu comme dividendes, (rajout (133 1/3%))						100
Taux d'impôt	30%	40%	50%	30%	40%	50%
Impôt	11,3	15,0	18,8	30	40	50
Moins dégrèvement	—	—	—	25	25	25
	<u>11,3</u>	<u>15,0</u>	<u>18,8</u>	<u>5</u>	<u>15</u>	<u>25</u>
Impôt combiné	36,3%	40%	43,8%	30%	40%	50%

33 1/3% que de 25% sont plus élevés que le taux de 23,54% maintenant applicable aux compagnies d'investissement.

Pour en venir à une méthode plus précise, il serait nécessaire de distribuer le revenu retenu sur une base régulière ou de faire des redressements semblables à ceux qui sont utilisés en France.

10. *Transmission des gains de capital aux actionnaires*

Les fonds d'investissement immobilier ne peuvent pas réaliser des gains de capital continuellement comme les fonds qui investissent dans des actions, parce que l'immeuble est détenu pour un plus long terme.

En ce qui concerne la distribution des gains de capital, il peut être attrayant pour l'investisseur de recevoir suffisamment de comptant pour payer l'impôt sur les gains de capital. Ainsi, un fonds peut adopter une politique de distribution des gains de capital à 75%, sous forme de dividendes d'actions, et à 25% sous forme de comptant (en admettant hypothétiquement que le taux d'impôt sur les gains de capital soit égal à 25%).

Une gamme de méthodes typiques de transmission de gains de capital applicables aux fonds mutuels, aux compagnies d'investissement et aux fonds d'investissement immobilier est illustrée au *Tableau 8-11*.

Le traitement des gains de capital par transmission exige d'être coordonné au traitement des gains de capital, dans le cas des gains à la vente d'actions. Ce problème est mitigé par une distribution fréquente. Pour cette raison, les fonds paient généralement des dividendes trimestriellement, sans délai. Le capital peut être distribué comme dividende spécial ou des dividendes trimestriels pour un an peuvent être désignés à la fin de l'année, comme revenu ordinaire passé et gains de capital passés.

Un fonds d'investissement immobilier peut faire l'acquisition d'un groupe d'investissements immobiliers d'un propriétaire qui désire augmenter la négociabilité de son actif. En échange de la participation dans les investissements, le fonds d'investissement immobilier peut accorder des actions qui sont

mineures par rapport au nombre total en instance. Le bloc d'actions peut être assez important cependant, pour que le marché ne puisse pas l'absorber et dans ce cas, le vendeur peut bien ne pas être dans une position qui lui permet de trouver le comptant pour payer l'impôt sur les gains de capital. Cette situation est résolue en ajournant l'impôt sur les gains de capital du vendeur dans ces circonstances.

Tableau 8-11

	1	2	3	4
<i>Traitement fiscal</i>	<i>Association of Canadian Investment Companies (mémoire du Livre blanc)</i>	<i>Trust d'investissement du Royaume-Uni</i>	<i>Société d'investissement immobilier des Etats-Unis</i>	<i>Trust d'investissement immobilier des Etats-Unis</i>
Fonds:				
Non imposable	X			
Imposable sur tous les gains		X		
Imposable seulement sur les gains retenus			X	X
Actionnaire:				
Imposable sur la distribution	X			
Imposable sur la distribution réelle			X	X
Imposable sur la distribution des gains retenus avec transmission de l'impôt			X	
Non imposable autrement		X		X

V. RECOMMANDATIONS EN CE QUI CONCERNE L'IMPÔT SUR LE REVENU

Si l'on ne considère que les aspects de l'impôt sur le revenu, nous recommandons que le principe de canalisateur soit appliqué aux fonds d'investissement immobilier. C'est-là notre recommandation, que la future Loi de l'impôt sur le revenu se maintienne dans sa formule existante en ce qui concerne les fiducies et en ce qui concerne l'intégration de l'imposition des corporations et de leurs actionnaires, ou que les propositions du Livre blanc ou d'autres changements soient mis en vigueur. Nos recommandations sont suffisamment vastes pour être mises en vigueur en ce qui concerne toute Loi future de l'impôt sur le revenu. Elles ne sont pas présentées toutefois sous forme légale.

La Loi canadienne de l'impôt sur le revenu établit une distinction entre les profits d'affaires et le revenu d'une propriété, mais il semble nécessaire de distinguer également entre un organisme dont le revenu immobilier est ancillaire à un commerce et un fonds d'investissement immobilier dont le revenu total provient de la propriété et dont le mode d'opération est passif.

Ainsi en général, les fonds d'investissement immobilier pourraient être définis dans la Loi de l'impôt sur le revenu et dans les règlements pertinents, d'une manière semblable à la définition des compagnies canadiennes d'in-

vestissement et des trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis, en se prévalant des antécédents pour guider tant le contribuable que le gouvernement.

1. *Fiducies*

Nous recommandons que le traitement fiscal actuel de canalisateur en ce qui concerne les fiducies soit étendu pour s'appliquer aux fonds d'investissement immobilier qui adoptent cette formule d'organisation. Si les changements apportés à la Loi de l'impôt affectent les fonds d'investissement immobilier qui sont organisés comme des fiducies, de sorte qu'ils deviennent des entités imposables, nous recommandons alors qu'ils soient traités comme des fonds d'investissement immobilier qui sont organisés comme des corporations. En conséquence, nos recommandations sur les exigences en faveur du traitement fiscal des fonds d'investissement immobilier constitués en corporations s'appliqueraient si la Loi fiscale était modifiée dans son application à la fiducie.

2. *Corporations*

a) Exigences d'organisation

Le fonds d'investissement immobilier serait tel qu'il serait admis comme une corporation ordinaire ou une compagnie d'investissement en vertu de la Loi actuelle de l'impôt sur le revenu au Canada, ou comme une corporation ouverte, aux termes des propositions du Livre blanc, s'il ne fallait pas s'arrêter à la différence dans la nature de son actif et de son revenu.

Il serait nécessaire de déposer une option officielle chaque année, en ce qui concerne le rapport d'impôt. Aucune approbation ou acceptation ne serait requise du ministère de l'Impôt sur le revenu. Des listes prescrites établiraient une preuve suffisante qu'on s'est conformé aux clauses "omnibus".

Le nombre d'actionnaires ne devrait pas être inférieur à 50 et les règles de distribution devraient s'assurer que les investisseurs qui participent par l'entremise d'autres intermédiaires font partie du nombre. Pour empêcher un ajournement possible d'impôt moindre, il pourrait être prévu que le statut de fonds d'investissement immobilier ne serait pas accessible à une corporation qui autrement, serait une corporation personnelle ou une corporation fermée qui est admissible à l'option d'association en nom collectif de la manière prévue dans les propositions du Livre blanc sur la réforme fiscale. Les actions doivent être facilement transférables sans restriction.

b) Exigences visant l'actif

A la fin de chaque trimestre, au minimum, 85% de l'actif du fonds d'investissement immobilier devraient comporter les genres suivants d'actifs dont aucun ne peut être détenu à des fins de négociation mais dont tous doivent être des actifs canadiens;

1. Prêts hypothécaires

2. Terrain loué en voie d'amélioration

3. Propriété immobilière améliorée et équipement ancillaire en propriété ou détenue à bail

4. Immeuble non amélioré en propriété ou détenu à bail

5. Engagements financiers de la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation telle que proposée
6. Actions et obligations d'autres fonds d'investissement immobilier
7. Titres du gouvernement
8. Comptant

En dehors des actifs décrits ci-dessus, au plus 30% du reliquat peuvent être investis dans l'actif d'un organisme quelconque d'affaires.

Aux fins des tests susmentionnés, l'actif doit être évalué à la valeur marchande réalisable et certifié ainsi par les directeurs ou les fiduciaires. Advenant que le fonds d'investissement immobilier établit qu'il n'a pas réussi le test, il doit alors recomposer ses investissements en conséquence dans les 90 jours et garder les dossiers à l'appui de sa conformité.

L'intention est qu'un fonds d'investissement immobilier devrait détenir ces actifs aux fins d'un revenu et non pour la négociation. Dans le cas de réalisations forcées et de changements obligatoires en ce qui concerne la politique d'investissement, les règlements devraient prévoir cependant, des règles échappatoires pour empêcher une perte déraisonnée du statut de la société. Ces règles devraient se rapporter aux périodes de détention mais non aux proportions du revenu brut.

c) Exigences visant le revenu

Au cours d'une année fiscale, au minimum 85% du revenu brut d'un fonds d'investissement immobilier (à l'exclusion des gains de capital) devraient comporter les genres suivants de revenu canadien dont aucun ne doivent provenir de négociations:

1. Intérêt sur les hypothèques, les prêts et les dépôts
2. Revenu en vertu d'un bail visant une propriété immobilière et activités connexes
3. Intérêt et dividendes provenant d'autres fonds d'investissement immobilier
4. Intérêt sur des engagements financiers de la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation, telle que proposée
5. Gains provenant de la disposition de titres (c'est-à-dire, des obligations et des hypothèques mais non des actions ni des actifs fixes)

Le solde du revenu brut peut provenir d'une source quelconque. Afin de préserver la nature passive du revenu, le fonds d'investissement immobilier ne devrait pas fournir de services en rapport avec la propriété immobilière. Il faudrait prendre des arrangements pour ces services par l'entremise d'un entrepreneur indépendant. Le fonds d'investissement immobilier ne devrait pas avoir d'intérêt matériel dans ses locataires, non plus qu'il devrait conclure d'ententes de partage des profits avec eux. Ces questions devraient être prévues dans les règlements.

d) Exigences visant la distribution

Il faudrait exiger que le fonds d'investissement immobilier distribue 95% de son revenu autrement imposable pour l'année (à l'exclusion des gains de capital). Il lui faudrait distribuer les $\frac{3}{4}$ (de la distribution minimale de 95) au cours de l'année fiscale et le reste, ainsi que les gains de capital, au plus tard à la fin du sixième mois qui suit cette année.

e) Rapport et pénalités

En plus des exigences provenant des entités réglementant l'industrie des fonds d'investissement immobilier, les règlements de l'impôt sur le revenu devraient exiger que le rapport annuel d'impôt d'un fonds d'investissement immobilier contienne les listes prescrites à l'appui de son allégation qu'il s'est conformé aux exigences de statut, tant trimestrielles qu'annuelles.

Si les rapports d'impôt démontrent qu'on ne s'est pas conformé à une exigence, ou si le Ministre, au moment de la vérification comptable, découvre qu'on ne s'est pas conformé à une exigence nous recommandons alors que le fonds soit avisé ou qu'on lui donne 90 jours pour rectifier ses affaires afin de se conformer aux exigences. En l'absence d'une telle conformité, ou si, à l'opinion du Ministre, le fonds n'a jamais eu l'intention de se conformer aux exigences, il devrait alors être traité comme une corporation régulière à compter de la date à laquelle il a négligé de se conformer.

Dans le cas où le fonds aurait négligé de faire une distribution satisfaisante du revenu imposable évalué, il faudra alors permettre au fonds d'investissement immobilier de transmettre le solde déficitaire, sous forme de dividendes, dans les 90 jours qui suivent la date de la nouvelle cotisation. Cette mesure aurait un effet rétroactif en ce qui concerne la conformité. Advenant que le fonds d'investissement immobilier devienne alors totalement imposable, le taux d'impôt de pénalité devrait être 15% au maximum, parce que le revenu aurait déjà fait l'objet d'un impôt d'actionnaires dans le voisinage de 50%.

f) Imposition du revenu ordinaire

Le revenu ordinaire d'un fonds d'investissement immobilier canadien ne devrait pas être imposable vis-à-vis du fonds sauf à la mesure des montants obtenus. On pourrait y arriver en permettant une déduction aux fins de la distribution en établissant son revenu imposable.

A cette fin, les distributions déductibles devraient comprendre les dividendes intérimaires payés au cours de l'année fiscale ainsi que les derniers dividendes en ce qui concerne le revenu imposable pour cette année fiscale, payés dans les six mois qui suivent.

Le taux spécial d'impôt qui s'appliquerait aux gains retenus devrait être de 25% — c'est-à-dire, la moitié du taux courant des corporations.

Les distributions du revenu ordinaire devraient faire l'objet d'un rapport par le fonds d'investissement immobilier à l'actionnaire et au ministre de l'Impôt sur le revenu, sur la formule T5, ou un certificat équivalent pour l'année civile durant laquelle le comptant ou les dividendes d'actions ont été payés. L'actionnaire serait alors dans l'obligation d'inclure une distribution de son revenu imposable au cours de l'année fiscale durant laquelle il a reçu son revenu, conformément à la pratique courante.

Le revenu non distribué peut être accumulé en raison des retenues permises (après que l'impôt a été payé). Les distributions identifiées comme payables à même le revenu non réparti, devraient être imposées à l'endroit de l'actionnaire moyennant un dégrèvement total pour l'impôt des corporations. (En vertu des propositions du Livre blanc, cette mesure est proposée pour les corporations fermées).

Il se peut qu'on ait à subir également l'impôt sur le revenu des corporations si le fonds d'investissement immobilier a reçu un revenu sous forme de dividende. Cet impôt devrait être également transmis totalement aux actionnaires du fonds d'investissement immobilier.

g) Imposition des gains de capital

Les gains de capital d'un fonds d'investissement immobilier canadien ne devraient pas faire l'objet de l'impôt sur le revenu des corporations mais le montant total des gains de capital, pour l'année fiscale, devraient être imposables à l'endroit des actionnaires à titre courant.

Le plein montant de ces gains serait imposable à l'endroit de l'actionnaire soit comme un dividende réel ou dans la mesure de la retention, comme une distribution. Les pertes nettes de capital devraient être déductibles pour arriver au revenu imposable du fonds d'investissement immobilier.

Le fonds d'investissement immobilier pourrait répartir les gains de capital nets en tout temps, au cours de l'année fiscale, ou en deçà de 6 mois par la suite. Le fonds d'investissement immobilier devrait en faire rapport à l'actionnaire et au ministère de l'Impôt sur le revenu par le moyen de la formule T5 ou d'un certificat équivalent pour l'année fiscale au cours de laquelle la répartition s'est faite. L'actionnaire tiendrait alors compte du gain de capital au cours de l'année fiscale durant laquelle la répartition a été faite.

Dans la mesure où les gains de capital ne sont pas distribués en argent comptant mais au moyen d'une répartition, ils devraient être ajoutés à la base des frais de l'investisseur aux fins des gains de capital.

Les dividendes au comptant ou sous forme d'actions distribués à même le surplus qui constitue l'excédent tant du revenu imposable retenu que des gains de capital pour l'année fiscale en cause, devraient être déduits de la base des frais de l'investisseur et taxés seulement si les frais ont été réduits à 0.

Il faudrait concevoir des règles qui prévoient un échange exempt d'impôt pour les investisseurs lorsqu'un vendeur vend l'actif d'une propriété immobilière à un fonds d'investissement immobilier mais ne reçoit pas des actions facilement négociables.

h) Consultation de l'industrie

Pour conclure, nous avons fait des recommandations qui nous semblent appropriées pour le Canada, fondées sur notre étude de la Loi de l'impôt sur le revenu au Canada, les propositions de réforme fiscale et l'expérience aux Etats-Unis. L'étude des fonds d'investissement immobilier ne sera pas achevée sans avoir consulté les établissements financiers canadiens, l'industrie immobilière et les autres partis intéressés, quant à la nature des recommandations de l'équipe spéciale comme un tout.

Chapitre 9

Règlements visant les titres

par Michael B. Davies

En fonction d'institutions qui émettraient des titres au public, les fonds d'investissement immobilier seraient assujettis aux règlements émis par les diverses commissions provinciales sur les titres. Aussi, les fonds d'investissement immobilier qui ont des actions cotées à la Bourse feraient l'objet des exigences de cote de cette Bourse. Le présent chapitre discute de ces exigences de réglementation et des problèmes distinctifs de réglementation en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier.

I. RÉGLEMENTATIONS VISANT LES TITRES ET EXIGENCES VISANT LA BOURSE — CANADA

1. *Règlements fédéraux et provinciaux des commissions de titres*

Au Canada, il y a dix commissions provinciales de titres. Toutes ces commissions agissent comme des organismes distincts bien qu'en 1971, les provinces de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan, du Manitoba, de l'Ontario, du Québec, du Nouveau-Brunswick et de l'Île-du-Prince-Édouard aient convenu d'une politique nationale sur les titres en vertu de laquelle elles se sont engagées à agir de concert dans certains cas où un souscripteur ou un émetteur voulait faire valoir un prospectus dans plus d'une province. Au Canada, il n'y a, à l'heure actuelle, aucune commission fédérale sur les titres qui serait l'équivalent de la United States Securities and Exchange Commission.

Les commissions canadiennes provinciales sur les titres se sont particulièrement intéressées aux fonds d'investissement immobilier à capital variable qui offriraient continuellement au public des actions sujettes au rachat, au choix du détenteur, comme dans le cas d'un fonds mutuel à capital variable. La principale préoccupation des commissions sur les titres se situe dans la liquidité du portefeuille. La politique actuelle de l'Ontario Securities Commission, généralement le meneur au pays, consiste à restreindre le montant des hypothèques admissibles dans le portefeuille d'une compagnie d'investissement à capital variable, à un maximum de 5% de la valeur de son portefeuille. La politique des commissions sur les titres de la Colombie-Britannique,

de l'Alberta et de la Saskatchewan est de restreindre les investissements hypothécaires à 10% de l'évaluation totale du portefeuille. La commission sur les titres du Manitoba admettrait des hypothèques jusqu'à 20% du portefeuille d'investissement mais elle interdirait que plus de 10% de l'évaluation du portefeuille d'un fonds mutuel "équilibré" soient constitués d'hypothèques et que des hypothèques paraissent au portefeuille d'investissement d'un fonds mutuel de "croissance". Tout ce qui précède est sujet à une exception en faveur des fonds à capital variable où la réclamation de rachat d'actions ou d'unités se ferait directement contre une société de fiducie importante. Cette exception a permis au Royal Trust M Fund d'être admissible dans les diverses juridictions. Présument, les banques à charte et les autres grands établissements pourraient négocier des exceptions semblables. Chacune des commissions sur les titres a informé l'équipe spéciale que diverses exigences de pourcentage seraient étudiées dans des circonstances où les hypothèques du portefeuille seraient assurées aux termes de la Loi nationale sur l'habitation.

Les commissions sur les titres n'ont pas de politique quant au pourcentage de l'investissement non liquide contenu dans le portefeuille d'une société ou d'un fonds d'investissement immobilier à capital fixe dont les actions ne sont pas sujettes au rachat, au choix du détenteur.

Chacune des commissions exigerait qu'un prospectus contienne des détails sur la politique fondamentale du fonds d'investissement immobilier quant à l'achat et à la vente d'immeubles et quant aux genres de titres dans lesquels les actifs seraient investis. Une des raisons que les autorités sur les titres en Colombie-Britannique, Alberta, Saskatchewan, Manitoba et Ontario peuvent invoquer pour refuser le dépôt d'un prospectus, est l'absence d'une entente pour détenir en fidéicommis les recettes pour atteindre l'objectif de l'émission. Le but de l'émission constitue également un point que le prospectus doit révéler dans le cas d'une compagnie d'investissement immobilier à capital fixe; la chose n'est pas requise dans le cas du prospectus d'une société de fonds mutuels à capital variable. En conséquence, il serait possible d'émettre un prospectus complètement "en blanc", seulement dans le cas d'un fonds d'investissement immobilier à capital variable, comme le Royal Trust M Fund, où il est admis d'avance que les recettes des actions qui sont continuellement offertes seraient investis conformément à la politique d'investissement révélée dans le prospectus.

Dans le cas d'un fonds d'investissement immobilier à capital fixe, il faudrait que le prospectus fasse connaître l'usage que l'émetteur fera des recettes. Une certaine latitude est admissible dans la rédaction des paragraphes qui se rapportent à l'usage que l'émetteur fera des recettes. Par exemple, il ne serait probablement pas nécessaire de prendre des arrangements fermes pour l'investissement de la totalité des recettes de l'émission, si le prospectus contenait une déclaration établissant que le reste serait appliqué partiellement au capital d'exploitation, aux dépenses générales initiales et aux dépenses en salaire, et partiellement à l'investissement dans d'autres hypothèques ou propriétés immobilières, à mesure qu'elles deviendraient disponibles, de façon que l'émetteur puisse les acheter conformément à sa politique d'investissement. Il est peu vraisemblable que le prospectus d'un fonds d'in-

vestissement immobilier à capital fixe soit acceptable pour dépôt s'il contenait une déclaration voulant que les recettes de l'émission soient utilisées pour l'investissement dans des hypothèques et des propriétés immobilières sans qu'il y soit déclaré que la compagnie a obtenu des engagements fermes auprès de vendeurs d'hypothèques ou de propriétés immobilières pour un chiffre qui représenterait une proportion considérable des recettes de l'émission.

Comme aux Etats-Unis, il y a certaines exigences visant les titres se rapportant à la révélation des facteurs de risque dans le prospectus. Bien qu'il n'y ait aucune disposition précise qui régirait un fonds d'investissement immobilier, les règlements en vertu des lois sur les titres de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan, du Manitoba et de l'Ontario, en ce qui concerne les sociétés d'investissement à capital fixe, exigent qu'une déclaration soit faite sur la page de couverture avant du prospectus résumant les facteurs "de spéculation" de l'offre y compris les facteurs de "risque". Il n'existe aucun règlement de ce genre en ce qui concerne les fonds d'investissement immobilier à capital variable. Pour toutes les compagnies cependant, les facteurs de risque sont des faits matériels et en conséquence ils devraient être révélés dans le prospectus. Le solliciteur général de l'état de New York exige spécifiquement que la clause visant le facteur de risque soit appliquée aux Etats-Unis. Il se peut bien qu'il ne soit pas nécessaire d'inscrire dans le prospectus canadien une déclaration aussi étendue du risque.

Plusieurs commissaires provinciaux des titres ont indiqué qu'ils avaient correspondu avec les autorités du Mid-West, en ce qui concerne les trusts d'investissement immobilier. Ils ont mentionné que la déclaration de politique du Mid-West influencera leur attitude et leurs décisions lorsqu'on leur demandera d'accepter un prospectus à l'endroit d'un fonds d'investissement immobilier qui désire offrir des titres au public dans leur juridiction.

2. Exigences visant la cote officielle à la Bourse

Aucune des Bourses de notre pays n'a de politique sur la cote officielle des compagnies d'investissement immobilier à capital fixe qui diffère des exigences visant la cote officielle se rapportant à toute compagnie "industrielle". La Bourse de Toronto exige normalement une expérience de négociation d'un an avant qu'elle étudie une demande de cote officielle à l'endroit de nouvelles compagnies. Il y a eu des discussions avec les Bourses de Montréal, de Vancouver et du Canada, en ce qui concerne la cote officielle des fonds d'investissement immobilier et il semble que les fonds d'investissement immobilier d'importance seraient cotés officiellement immédiatement à ces Bourses. La Toronto Stock Exchange exige qu'une compagnie d'investissement ou une compagnie d'immeuble qui n'a pas de dossiers de ses gains pour une période de 5 ans, doit avoir une expérience satisfaisante du marché au comptant pour une période d'au moins un an; elle doit détenir au moins 1,5 million de dollars en actifs nets tangibles; le capital net d'exploitation doit être suffisant pour exploiter le commerce; et il doit y avoir un encours minimal de 200 000 actions, détenues par au moins 300 actionnaires publics.¹

¹ The Toronto Stock Exchange, *Minimum Listing Requirements for Industrial, Investment and Real Estate Companies*, juillet 1970.

La Toronto Stock Exchange admettra à l'occasion, dans des circonstances très exceptionnelles, une demande pour une cote officielle immédiate. Aux termes de sa règle visant les circonstances exceptionnelles, la Bourse pourrait admettre la cote officielle immédiate des fonds d'investissement immobilier (comme la New York Stock Exchange le fait) si le fonds a eu des gains immédiats — un fait qui pourrait être déterminé par une étude de son portefeuille initial; si son actif tangible net dépassait l'exigence minimale de 1,5 million de dollars; si la situation de son capital net d'exploitation était suffisant pour exploiter son commerce; et si au moins 200 000 actions constituaient l'encours et se trouvaient dans les mains de plus de 300 actionnaires publics. De plus si le fonds d'investissement immobilier était organisé par un établissement financier important, une cote officielle du Toronto Stock Exchange pourrait être accélérée étant donné que les règles de la Bourse déclarent que "la gestion et le patronage de la compagnie requérante seront un facteur important qui permettra de déterminer si une demande de cote officielle sera accordée"².

II. PROBLÈMES DE RÉGLEMENTATION PROPRES AUX FONDS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Étant donné que les trusts d'investissement immobilier aux États-Unis étaient conçus spécifiquement pour permettre à des petits investisseurs sans prétention d'investir dans des titres immobiliers, les préposés aux règlements des États-Unis, particulièrement les commissaires "Blue sky" (sur l'émission des valeurs mobilières), se sont beaucoup préoccupés du bon gouvernement des trusts d'investissement immobilier et de la nature des actifs d'investissement. Ces règlements ont été établis pour empêcher les entrepreneurs profiteurs typiques en immeuble d'abuser de l'investissement public par le moyen de la formule, tel que la chose s'est produite dans les syndicats immobiliers, tôt dans les années 1960. Aussi, comme dans le cas des fonds mutuels, les commissions de réglementation des titres, les souscripteurs, les analystes d'investissement et les investisseurs-critiques se préoccuperaient de la structure de l'organisation d'un fonds d'investissement immobilier à cause du problème inhérent de conflit d'intérêts en ce qui concerne les honoraires de conseiller.

On discute ci-après, des problèmes spécifiques qui viseraient les régulateurs, les soucripteurs et les investisseurs.³ Dans l'étude de ces problèmes, on a tenté de réaliser un équilibre sensible entre deux positions: protéger le public investisseur contre la fraude et l'abus nocif, et maintenir le fonds d'investissement immobilier comme un titre à rendement relativement prudent acheté aux fins d'investissement, plutôt que pour la spéculation ou la négociation alors que par la même occasion, on laisse à découvert ces secteurs qui

² *Ibid.*

³ Si l'on veut obtenir une excellente discussion des problèmes de réglementation distinctifs que les trusts d'investissement immobilier ont subi aux États-Unis, voir le compte-rendu d'un séminaire tenu par Practising Law Institute de New York, auquel étaient présents un certain nombre d'importants avocats en titres, d'avocats en immeuble, de comptables de trusts d'investissement immobilier des États-Unis ainsi que les commissaires de titres de la Californie, du Wisconsin et de New York: J. V. McCord et R. Oziel, Rédacteurs, *Real Estate Investment Trusts*.

sont mieux contrôlés par le marché lui-même ou par le bon jugement d'affaires de la direction.

1. *Problèmes de conflit*

Les trusts d'investissement immobilier sont habituellement constitués de personnes ou d'institutions qui sont déjà actives dans le commerce de l'immeuble. Aux Etats-Unis, la plupart des trusts d'investissement immobilier en titres ont été constitués par des investisseurs ou des entrepreneurs en immeuble établis et plusieurs des trusts d'investissement immobilier sur hypothèques aux Etats-Unis ont été organisés et conseillés par des banques hypothécaires, des compagnies d'assurance-vie et des banques. Aux Etats-Unis, les régulateurs étaient d'avis qu'un conflit fondamental d'intérêts existait entre un trust d'investissement immobilier et ces genres d'organisateur et de conseiller. On peut donc s'attendre que les fonds d'investissement immobilier canadiens devront se préoccuper des conflits potentiels d'intérêts tant dans la formation que dans les opérations quotidiennes.

Au moment d'établir un fonds d'investissement immobilier, l'organisateur devrait fournir le portefeuille initial. Certains fiduciaires pourraient également apporter un certain investissement initial. Il faudrait révéler suffisamment de renseignements dans le prospectus pour que les actionnaires potentiels soient assurés de l'équité de ces transactions initiales. Egalement, l'information serait sujette à un examen soigné par des avocats, des souscripteurs et les diverses commissions de titres. Etant donné que le fonds d'investissement immobilier peut bien ne jamais prendre son envol si les investissements initiaux fournis par son organisateur ne manifestent pas une certaine solvabilité ou encore n'étaient pas attrayants du point de vue de rendement, cet aspect particulier peut possiblement être escompté comme secteur de conflit potentiel qui exige une régie précise.

Une question plus sérieuse se situe dans le problème du traitement des opérations ultérieures dans le cours normal des affaires. Il pourrait survenir des conflits dans les négociations qui impliquent directement un directeur ou un fiduciaire du fonds ou encore le conseiller d'investissement comme élément principal, ou encore, il peut survenir des commissions de courtage, ou d'autres paiements que les directeurs ou les fiduciaires du fonds reçoivent, que la commission soit payée par le fonds d'investissement immobilier ou par un autre parti de la transaction. Une question plus difficile à résoudre se situe dans l'auto-transaction. Il y a deux aspects à ce problème: empêcher le conseiller ou le fiduciaire d'inscrire ses mauvaises affaires dans le trust; et moins évident, empêcher le conseiller de rechercher toutes les bonnes affaires pour lui-même au lieu de les soumettre à l'étude du fonds d'investissement immobilier.

A ce sujet, la déclaration de politique de United States Mid-West Securities Commissioners se lit comme suit:

Auto-transaction:

Aucun fiduciaire, membre du conseil ou conseiller d'un trust non plus que toute personne affiliée à toutes telles personnes, ne doit vendre une propriété ou un actif du trust, directement ou indirectement, non plus qu'aucune telle personne ne doit recevoir une commission ou une rémunération, directement ou indirectement, en ce qui concerne l'achat ou la vente d'un actif du trust,

sauf à la suite de transactions qui sont justes et raisonnables pour les actionnaires du trust et qui se rapportent à ce qui suit:

1. L'acquisition d'une propriété ou d'actifs lors de la formation du trust ou peu après sa formation, qui sont entièrement révélés dans le prospectus;
2. L'acquisition par le trust, d'hypothèques assurées ou garanties par l'autorité fédérale à des prix qui ne dépassent pas les prix cotés couramment auxquels la Federal National Mortgage Association achète des hypothèques comparables;
3. L'acquisition d'autres hypothèques à des conditions qui ne sont pas moins favorables pour le trust que des transactions semblables impliquant des personnes qui ne sont pas affiliées; ou
4. L'acquisition par le trust d'autres propriétés à des prix qui ne dépassent pas la valeur juste de ces propriétés telle qu'elle est déterminée d'après une évaluation indépendante.⁴

Une manière de traiter ce problème consiste à interdire catégoriquement l'auto-transaction. Cela pourrait cependant, effectivement exclure le parrainage des fonds d'investissement immobilier par certaines institutions telles que les banques, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie si leur premier intérêt se situe dans leur commerce primaire. Les fiduciaires pourraient également être difficiles à trouver si l'on imposait une telle restriction. Etant donné que du point de vue de l'actionnaire, la principale raison d'investir dans certains fonds d'investissement immobilier pourrait être l'attrait de l'expertise et de la capacité des fiduciaires et de l'institution conseillère, il faudrait éviter de prendre une voie d'interdiction franche. Aux Etats-Unis, certains régulateurs ont favorisé cette interdiction en citant comme précédent, l'article 17 de la Investment Companies' Act 1940, et en disant que les mêmes règles devaient s'appliquer au trust d'investissement immobilier. La Loi était destinée cependant, à régir certaines compagnies bancaires d'investissement de Wall Street qui avaient établi des fonds d'investissement et qui en retireaient un profit en "brassant" les portefeuilles d'investissement pour augmenter les commissions de courtage. L'interdiction y contenue ne semblerait pas s'appliquer aux circonstances qui surviennent dans le cas des fonds d'investissement immobilier.

En dehors de l'interdiction générale de l'auto-transaction, on a eu recours à deux méthodes aux Etats-Unis. Certains des trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis prennent une attitude libérale et les investisseurs dans ces trusts d'investissement immobilier doivent se fier à l'intégrité du conseiller. Cette méthode donne aux conseillers et aux trusts d'investissement immobilier l'avantage d'être souples dans leur interdépendance. Dans certaines circonstances, la chose peut être tout à fait satisfaisante lorsque l'établissement est assez important. Le trust d'investissement immobilier de Chase Manhattan a opté pour cette méthode. Le prospectus énonçait ce que suit, sous l'en-tête "conflit d'intérêts possible":

Les activités d'investissement immobilier du conseiller et de certains de ces affiliés engagés dans le commerce bancaire d'hypothèques se rapprocheront de celles du trust dans plusieurs genres d'investissement, et en conséquence, dans une certaine mesure, le conseiller et tels autres de ses affiliés seront en concurrence avec le trust en ce qui concerne les occasions d'investissement.

⁴ Mid-West Securities Commissioners' Association, *Statement of Policy on Real Estate Investment Trusts*, adopté le 16 juillet 1970.

Bien que le conseiller ait convenu de faire de son mieux pour présenter aux trusts un programme soutenu et approprié d'investissement, conséquent de la politique et des objectifs d'investissement du trust, ni le conseiller non plus que ses affiliés ne sont dans l'obligation de présenter au trust une occasion particulière quelconque d'investissement même si cette occasion est d'une nature qui serait acceptée par le trust si elle lui était présentée. Il se peut qu'à l'occasion, il soit plus profitable au conseiller de faire valoir une occasion d'investissement particulière à des intéressés autres que les trusts afin de se prévaloir, pour son propre compte, de cette occasion d'investissement plutôt que de la présenter au trust. Le conseiller est néanmoins tenu d'agir sur une base juste et raisonnable envers le trust et ses actionnaires, en choisissant parmi les occasions d'investissement qui se présentent au conseiller, celles qu'il présente lui-même aux trusts. De plus, à la demande de tout fiduciaire, le conseiller et toute personne (à l'exception d'un trust ou d'un autre compte pour lequel le conseiller agit à titre de fiduciaire) qui est contrôlée par le conseiller ou encore sous sa régie en communauté, doivent, s'ils sont justifiés de le faire, fournir aux fiduciaires, dans la mesure de ce qui est réalisable et légalement admissible, tel renseignement en ce qui concerne les investissements que le conseiller ou telle autre personne ont faits pour leur propre compte ou le compte d'autres personnes.⁵

La Chase Manhattan Bank entreprend ainsi d'agir d'une manière juste et raisonnable en présentant des occasions à son trust d'investissement immobilier. Mais elle n'est pas liée de présenter toutes les occasions à son trust d'investissement immobilier non plus qu'elle ne se lie elle-même à toute clause provisoire visant le contre-placement.

Un certain nombre d'autres trusts d'investissement immobilier y compris Wells Fargo Mortgage Investors, First of Denver Mortgage Investors, Cleve Trust Realty Investors, Northwestern Mutual Life Mortgage and Realty Investors, et MONY Mortgage Investors, ont adopté une autre attitude en ce qui concerne l'auto-transaction et l'occasion des corporations en exigeant que le parrain:

1. Prenne un pourcentage obligatoire de chaque investissement — nommément, 10% à 50% — afin d'éviter que de mauvaises transactions soient introduites dans le trust d'investissement immobilier.
2. Donne au trust d'investissement immobilier un pourcentage de tout investissement immobilier qu'il est désireux de faire — nommément 10% à 50%. Le conseiller doit révéler les investissements aux directeurs indépendants du trust d'investissement immobilier et en conséquence, il ne peut pas dissimuler les bons investissements. Cette clause provisoire est habi-

⁵ Prospectus final, *Chase Manhattan Mortgage and Realty Trust*, daté du 4 juin, 1970, pp. 3-4. Voir également Annexe 10.

tuellement surveillée en donnant aux fiduciaires indépendants le droit d'examiner les livres du conseiller.⁶

Probablement que la question des "mauvaises affaires" n'est pas aussi sérieuse qu'elle semble, parce que le portefeuille d'un fonds d'investissement immobilier serait tellement visible que le conseiller ne pourrait pas se permettre le risque des conséquences d'y introduire de mauvaises affaires.

Un exécutif d'un trust d'investissement immobilier que l'on a interviewé sur le problème de l'auto-transaction, et qui a dit qu'il critiquait qu'on prenne une vue libérale à ce sujet, donne les grandes lignes du mode d'opération du trust d'investissement immobilier dans des circonstances de conflit. Il a dit qu'en 1970, la plupart des nouveaux investissements ont été transmis au trust d'investissement immobilier, étant donné que le conseiller avait déjà un nombre considérable d'engagements qui n'étaient pas remplis et qu'on suivrait cette ligne de conduite en 1971, étant donné que le conseiller serait toujours sans le sou. On s'attendait que l'investissement de 1972 présente des problèmes parce que le conseiller et le trust d'investissement immobilier devaient se trouver munis de provisions. L'exécutif était d'avis que dans une certaine mesure, le conseiller et le trust d'investissement immobilier suppléeraient à leur politique respective d'investissement — par exemple lorsque des investissements simples étaient trop importants pour que l'un ou l'autre s'en occupe séparément, ou lorsque l'une ou l'autre formule avait une exposition géographique maximale dans un secteur quelconque, ils travailleraient ensemble. Mais lorsque tous les facteurs étaient égaux, le trust d'investissement immobilier et le conseiller partageraient l'investissement à parts égales. Il faudrait adopter cette méthode sauf dans des circonstances exceptionnelles.

Les règles de Mid-West Securities Commissioners' exigent que lorsqu'on a recours à un conseiller indépendant, et que le trust d'investissement immobilier et le conseiller ont des directeurs et des fiduciaires entremêlés, toutes les transactions entre le trust d'investissement immobilier et le conseiller sont

⁶ Le prospectus final de MONY Mortgage Investors' daté du 14 avril 1970, déclare ce qui suit:

"Possible Conflicts of Interest. Real Estate investment activities of MONY will parallel those of the Trust in many types of its investments, and therefore to a certain extent will be engaged in competition with the Trust for available investment opportunities. While MONY has agreed to use its best efforts to present to the Trust a continuing and suitable investment program consistent with the investment policies and objectives of the Trust, MONY is not required to present to the Trust any particular investment opportunities which come to MONY, even if such opportunities are such that, if presented to the Trust, they could be taken by the Trust. However, MONY intends that the Trust will be provided access to review the investment opportunities generated by MONY. After such review the Trustees or their designee may ask that one or more of such investment opportunities be made available to the Trust for participation. To the extent that MONY deems it consistent with its obligation to its policyholders, MONY may offer participations in loans in which the Trustees of the Trust request such participation. If MONY shall fail to respond favourably, the Trust may forthwith, by vote or a majority of the Trustees who are not affiliates of MONY, engage others to assist in developing investment opportunities.

The Trust expects that in making its investments it will frequently participate with MONY. MONY has agreed, during the continuation of the Management Contract, to participate in each conventional long-term first mortgage investment in income-producing commercial, residential or industrial properties recommended to the Trust by MONY and invested in by the Trust and to invest therein an amount equal to at least 10% of the aggregate amount invested therein by the Trust and MONY; MONY may participate therein to a greater extent if approved by a majority of the Trustees who are not affiliated with MONY".

sujettes à l'approbation d'une majorité indépendante des fiduciaires. Il faudrait remarquer cependant, qu'un certain nombre de personnes interviewées aux Etats-Unis étaient d'avis que la précaution exigeant une majorité indépendante du conseil des fiduciaires devrait être une disposition législative obligatoire.

En ayant recours à des conseillers indépendants, il semble qu'on ait adopté la méthode préférée aux Etats-Unis, pour deux raisons: d'abord, c'est là une manière d'ajouter à la passivité; et en deuxième lieu, il a été plus profitable pour les parrains d'organiser des trusts d'investissement immobilier dans cette position. Cette structure n'est pas nécessairement opposée aux intérêts des actionnaires publics étant donné que le succès d'un grand nombre de trusts d'investissement immobilier est fondé sur le fait que le conseiller était un établissement important. Aussi, par tradition, les intéressés à l'immeuble sont bien payés et les fonds d'investissement immobilier doivent être en mesure d'entrer dans la concurrence pour intéresser une gestion compétente. Aux Etats-Unis, les trusts d'investissement immobilier ont pu attirer certaines des plus grandes compétences en immeuble en leur payant un salaire fabuleux et en offrant une part des recettes à la compagnie conseillère.

2. Honoraires

La question ici, consiste à déterminer si les honoraires devraient être réglementées ou s'il faudrait les laisser trouver leur propre niveau suivant les rigueurs de la concurrence. Bien qu'un certain nombre de personnes qui ont été interviewées aux Etats-Unis, aient dit qu'elles préféreraient la deuxième attitude, les honoraires d'un trust d'investissement immobilier dans ce pays sont réglementés.

L'article C de la déclaration de politique de Mid-West Securities Commissioners, que l'on a citée antérieurement dans le présent chapitre, se lit en partie comme suit:

"Honoraires et dépenses:

Les dépenses annuelles globales de tout genre que le trust paie ou doit encourir, à l'exclusion de l'intérêt, de l'impôt, des dépenses en rapport avec l'émission de titres, des relations d'actionnaires et de l'acquisition, de l'exploitation, de l'entretien, de la protection et de la disposition des propriétés en fiducie, mais y compris les honoraires de conseiller et les frais d'amortissement d'hypothèque ainsi que toutes les autres dépenses, ne doivent pas dépasser le plus élevé de ce qui suit:

1. 1½ % de l'actif net moyen du trust, où l'actif net est défini comme la totalité des actifs investis au prix coûtant avant d'avoir déduit les réserves pour dépréciation, moins la totalité des engagements financiers, calculés au moins trimestriellement suivant une même base de calcul; ou
2. 25 % du revenu net du trust, à l'exclusion de la provision pour dépréciation et des gains et des pertes de capital réalisés et des item extraordinaires, et avant de déduire les honoraires de conseiller et les frais et les dépenses de service, calculés au moins trimestriellement suivant la même base; mais en aucun cas, les dépenses annuelles globales ne doivent-elles dépasser 1½ % de l'actif total investi du trust.

Le conseiller doit rembourser au trust, au moins annuellement, le montant de l'excédent des dépenses annuelles globales payées ou encourues par le trust telles que définies aux présentes, sur les montants prévus ici.⁷

⁷ Mid-West Securities Commissioners' Association, *Statement of Policy*, Blue Sky Law Reports, 8-13-70, 1970 Commerce Clearing House, Inc., pp. 619-620.

L'article D de la déclaration de politique se lit comme suit:

Effet spéculatif accru:

Les emprunts globaux du trust, garantis et non garantis, ne doivent pas être déraisonnables par rapport à l'actif net du trust, tel que défini au paragraphe C des présentes, et le montant maximal de ces emprunts par rapport à l'actif net doit être révélé dans le prospectus.⁸

Fondamentalement, ces règles permettent au conseiller d'exiger des honoraires de consultation, de service et autres, de 1,5% de l'actif net ou de 25% du revenu net avant déduction des frais de conseiller, suivant le plus élevé de ces deux montants, mais en aucun cas ce montant ne doit-il dépasser 1,5% de l'actif total investi. La limite réelle est de 25% du revenu net limite. L'argent comptant ou presque comptant ne peut pas être inclus dans les calculs. L'article D contient une disposition qui permet aux commissaires de contrôler dans quelle mesure le fonds d'investissement immobilier peut se prévaloir de l'effet spéculatif accru tout simplement pour augmenter ses honoraires. Si ce secteur est réglementé, la question se pose quant à l'échelle dont il faudrait se servir pour établir une structure d'honoraires au Canada. Les fonds d'investissement immobilier peuvent être de moindre importance dans notre pays, en prévoyant toutefois une structure d'honoraires plus élevés. Si les honoraires sont réglementés, il faudrait également considérer l'échelle des honoraires suivant l'importance du fonds d'investissement immobilier (telle que la chose a été faite pour l'industrie canadienne des fonds mutuels) et son genre — c'est-à-dire, s'il s'agit d'un fonds d'investissement immobilier intérimaire où les prêts sont plus élevés, ou d'un fonds d'investissement immobilier sur hypothèques à long terme ou de participation, alors que les frais sont en quelque sorte moindres.

3 Effet spéculatif accru

Une des questions de conflit possible très sérieuse qui préoccupe présentement les fonds d'investissement immobilier repose sur le moment et le montant de l'emprunt lorsque les honoraires du conseiller en investissement sont fondés sur une base qui comprend les fonds empruntés. Les Mid-West Securities Commissioners tentent de contrôler ce problème par les dispositions mentionnées ci-dessus. La question reste à savoir si les fiduciaires ou les directeurs d'un fonds d'investissement immobilier et les conseillers devraient être réglementés et tenus de démontrer que les fonds empruntés relèvent le rendement des actionnaires et non pas tout simplement les honoraires du conseiller. Au cours des premières années, les prêteurs seront probablement prudents en avançant du crédit au fonds d'investissement immobilier tel qu'il fut le cas au début de l'industrie aux Etats-Unis. La question se pose sur la rigueur d'application de l'effet spéculatif accru des créances. Aux Etats-Unis, la politique tacite des Mid-West Securities Commissioners consiste à limiter l'effet spéculatif accru, comme suit: les trusts d'investissement immobilier à la construction et au développement sont limités à un rapport de créances totales à avoir propre de 5 pour 1, et les trusts d'investissement immobilier sur hypothèque à long terme sont limités à 3 pour 1.

⁸ *Ibid.*, p. 620.

4. *Contrat de conseiller*

L'article G de la déclaration de politique des Mid-West Securities Commissioners se lit comme suit:

“Contrat de conseiller:

Tout contrat de conseiller conclu par le trust antérieurement à l'offre publique initiale doit être passé pour une période d'au plus 3 ans et tout tel contrat conclu par la suite, doit être pour une période d'au moins 1 an. Tout tel contrat de conseiller doit prévoir qu'il peut être terminé en tout temps sans pénalité, par des fiduciaires ou une majorité des détenteurs de l'encours d'actions avec droit d'usufruit, moyennant un avis écrit minimal de 60 jours au conseiller.⁹

Apparemment, les Mid-West Securities Commissioners ont songé à omettre la clause de 3 ans et de faire en sorte que le contrat soit renouvelable annuellement.

5. *Rapport*

Les règlements existants de la commission des titres exigent que toutes les compagnies publiques fassent un rapport trimestriellement. En ce moment, l'Ontario Securities Commission songe à appliquer une politique qui exige que toutes les compagnies présentent un prospectus à jour lorsqu'elles ont fait du financement public en Ontario. Dans ce cas, les fonds d'investissement immobilier en exploitation ou qui émettent des titres en Ontario, seraient probablement tenus de garder leur prospectus à jour trimestriellement et de déposer tout changement des faits matériels dès qu'ils se présentent. Il faudrait noter que les fonds d'investissement immobilier à capital variable seraient tenus de déposer continuellement un prospectus bien qu'ils seraient tenus de mettre leurs chiffres financiers à jour, seulement sur une base annuelle.

La Ontario Securities Commission exige que toutes les compagnies de finance en exploitation en Ontario déposent annuellement un jeu complet d'états financiers vérifiés par des comptables, une formule 17 et un questionnaire de Robert Morris Associates; et de déposer semestriellement un état financier semestriel de leurs profits et pertes avec chiffres comparatifs, ainsi qu'un état financier de la source et de l'utilisation des fonds, une formule 18, et un Canadian Sales Finance Long Form Report (CANSAF).¹⁰ L'Ontario Securities Commission exige également qu'une compagnie de financement qui offre des titres au public (y compris des papiers commerciaux à des acheteurs non exempts pour des sommes inférieures à \$50 000) maintienne un prospectus à jour, et les changements matériels doivent faire l'objet d'un rapport à mesure qu'ils se présentent. Il faudrait songer à imposer des normes semblables de rapport rigides aux fonds d'investissement immobilier sur hypothèque, particulièrement dans le cas des fonds d'investissement immobilier orientés vers les prêts intérimaires.

⁹ *Ibid.*, pp. 620.

¹⁰ Les formules 17 et 18 de Robert Morris Associates Questionnaire, et CANSAF sont des formules de rapport conçues pour établir des états financiers très détaillés des corporations et des données de portefeuille d'investissement ainsi que des déclarations de politique pertinente aux investisseurs, aux négociants d'investissement et aux prêteurs.

6. Prospectus "carte-blanche"

Il y a eu certaines discussions aux Etats-Unis au sujet de l'exigence du solliciteur général de l'état de New York voulant que 65% des recettes de l'offre soient engagées, occasionne des difficultés pour les actionnaires du trust d'investissement immobilier. L'argument repose sur le fait que le trust d'investissement immobilier, au départ, a dû payer des primes considérables pour son portefeuille initial aux banques commerciales et aux autres sources et pour accepter les escomptes considérables d'intérêt sur les participations achetées. Les règles actuelles des commissions de titres au Canada sembleraient exiger un portefeuille initial semblable bien que certains écarts aient été acceptés dans l'interprétation de ce qui devrait constituer un engagement considérable pour les recettes de l'émission.

Il faudrait également signaler que, si le fonds d'investissement immobilier est un fonds d'investissement sur hypothèque à long terme, il ne devrait pas lui être permis de remplir son portefeuille initial de prêts intérimaires seulement, étant donné que cela n'accorde pas à l'investisseur une image bien nette du portefeuille dans lequel le fonds d'investissement immobilier investira éventuellement. Le solliciteur général de l'état de New York a permis, à l'origine, aux trusts d'investissement immobilier d'engager leur portefeuille initial dans des prêts à la construction et au développement; après que les trusts d'investissement immobilier de Diversified Mortgage Investors et Connecticut General ont rejoint le public avec de tels portefeuilles, MONY Mortgage Investors et tous les trusts d'investissement immobilier subséquents de titres et sur hypothèque à long terme, ont dû affecter 25% de leur portefeuille initial de 65% dans des investissements qui étaient caractéristiques des objectifs d'investissement à long terme du trust d'investissement immobilier.

7. Capitalisation originale

L'article E de la déclaration de politique de Mid-West Securities Commissioners se lit comme suit:

Capital minimal:

L'actif net du trust, tel que défini au paragraphe C des présentes, antérieurement à l'offre publique initiale, doit comporter \$200 000 ou 10% de l'actif net du trust après qu'une telle offre publique aurait été faite, suivant le moindre de ces montants.¹¹

Les Mid-West Securities Commissioners n'admettront pas une offre publique initiale d'un trust d'investissement immobilier à moins que le trust d'investissement immobilier n'ait un capital minimal de \$100 000. Le raisonnement des commissaires derrière l'imposition de ce chiffre minimal est qu'ils sont d'avis qu'un trust d'investissement immobilier ne pourrait pas obtenir de conseils de gestion compétente à un taux de 1% lorsqu'ils ont moins de \$100 000 à gérer. Des sommes plus élevées (disons 10% de l'actif) ont été suggérées mais on a maintenu que ça ne valait pas, particulièrement dans le cas des trusts capitalisés importants.

Un fonds d'investissement immobilier serait sujet à des exigences au moins aussi strictes que celles qui sont établies aux Etats-Unis.

¹¹ Mid-West Securities Commissioners' Association, *Statement of Policy*, Blue Sky Law Reports, 8-13-70, 1970 Commerce Clearing House, Inc. p. 620.

8. *Fonds d'investissement immobilier à capital fixe par opposition à ceux qui ont un capital variable*

Les fonds d'investissement à capital variable posent des problèmes d'évaluation et de liquidité. Alors que les diverses commissions de titres canadiennes insistent sur la sauvegarde de la garantie de liquidité, il ne semble pas cependant, qu'il n'y ait pas de raison d'admettre un fonds d'investissement immobilier à capital variable, si son actif peut être raisonnablement évalué. Un fonds d'investissement immobilier de titres avec un actif apprécié ou déprécié dissimulé, peut éprouver des difficultés à évaluer de façon juste son portefeuille aux fins du rachat des actions. Un fonds d'investissement immobilier sur hypothèque devrait pouvoir évaluer son actif, en utilisant une formule comme celle du Royal Trust M Fund. Un marché hypothécaire secondaire actif au Canada mitigerait le problème de liquidité d'un fonds d'investissement immobilier sur hypothèque à capital variable et faciliterait l'évaluation de son portefeuille.

9. *Investissements*

Il s'agit là d'un secteur qui devrait rester aussi souple que possible parce qu'il comporte un jugement d'affaires. Il faudrait exiger qu'un fonds d'investissement immobilier fournisse à ses investisseurs une déclaration détaillée de la politique d'investissement et tous les détails quant à la nature du portefeuille immobilier.

Une opinion assez considérable s'est formulée aux Etats-Unis, à l'effet que l'IRC a poursuivi une voie censée en réglementant avec soin le portefeuille d'un trust d'investissement immobilier. Les dispositions de l'IRC visant le portefeuille sont destinées à contrôler les secteurs d'investissement immobilier très spéculatifs où les trusts d'investissement immobilier pourraient être vulnérables — par exemple, si la masse de leur actif se situait dans le terrain non amélioré, les prêts d'acquisition de terrain, les secondes hypothèques, les financements intérimaires ou les frais d'attente.

Une telle position serait une voie prudente que le fonds d'investissement immobilier canadien pourrait suivre lorsqu'il projette de faire admettre ses actions et ses titres de créance comme des investissements légaux pour les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie, et d'autres établissements d'investissement réglementés de la même manière. La Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques qui règle le mode d'investissement des compagnies d'assurance-vie dans l'immeuble, pourrait servir de modèle pour la rédaction des lois. La règle d'évaluation de 75% en ce qui concerne les hypothèques non assurées ou non garanties dans cette Loi, devrait être augmentée cependant. Egalement, la soi-disant clause "omnibus" de la Loi, qui accorde aux compagnies d'assurance-vie l'option d'investir 7% de leur actif non autrement autorisé par la Loi, devrait être détendue pour permettre aux fonds d'investissement immobilier d'investir une plus forte proportion de leur actif — disons, 15 à 20% ou plus — dans des titres immobiliers secondaires. Il faudrait également permettre aux fonds d'investissement immobilier d'accepter et de détenir des allèchements de participation.

Les fonds d'investissement immobilier qui ne projettent pas d'être admissibles comme investissements légaux, ne devraient pas subir une telle restriction.

III. ADMINISTRATION DES RÈGLEMENTS

La dernière question qu'il faut étudier est celle de l'autorité de réglementation. Présumément, les modifications apportées à la Loi de l'impôt sur le revenu qui agira comme statut habilitant, comme elle l'a fait aux Etats-Unis, comprendront des dispositions qui régiront la passivité et les investissements. Elle peut également contenir certaines dispositions traitant de certains des autres problèmes dont on a donné les grandes lignes à la section 2 du présent chapitre. L'équivalent canadien des "Blue Sky Commissioners" sont les divers commissaires de titres provinciaux. Un jeu de règlements directeurs devrait être préparé pour que les commissions de titres provinciales les administrent en vertu de la Politique Nationale sur les Titres. Il est important d'éviter l'excroissance d'un jeu différent de règles et de règlements pour chaque province; cela a causé de longs retards aux Etats-Unis pour nombre de financements et une augmentation considérable de frais juridiques et de prospectus. Par ailleurs, il peut être possible d'obtenir que les provinces conviennent que l'admission des prospectus et la réglementation de l'activité puissent être déléguées à un surintendant nommé par le gouvernement fédéral.

Chapitre 10

Caractéristiques proposées d'une société d'investissement immobilier au Canada

par T. F. Tyson

Pour aider à concentrer ses recherches, l'équipe spéciale a préparé un modèle préliminaire de chacune des mesures qu'on lui avait demandé d'étudier. Les modèles établissent la substance des éléments de chaque proposition. A mesure que nos études ont progressé, on a discuté des modèles, on les a élaborés et révisés à la lumière de nos constatations. Le présent chapitre présente la dernière version du modèle de société d'investissement immobilier que l'équipe spéciale a préparé.

Le prototype représente les études reproduites en partie dans les chapitres antérieurs du présent volume et les discussions connexes sur les fonds d'investissement immobilier entre les membres de l'équipe spéciale. Dans tout groupe, on peut s'attendre à une divergence d'opinion, au moins sur certaines questions de détail. On ne suggère donc pas que le présent modèle constitue une exception. On ne prétend pas non plus que chaque membre de l'équipe spéciale conviendrait de chaque élément de prototype exactement tel qu'il est décrit dans le présent chapitre. On prétend cependant, que le modèle était très représentatif des points de vue de l'équipe spéciale, au moment où il fut rédigé.

I. HYPOTHÈSES

Ci-après les hypothèses sur lesquelles on s'est fondé pour décider des caractéristiques d'une société d'investissement immobilier au Canada.

1. *Equivalence fiscale*

On a fait le point ailleurs dans le présent rapport, que les sociétés d'investissement immobilier devraient recevoir le même traitement fiscal de canalisateur que les trusts et les associations en nom collectif. Nous sommes de l'opinion que les sociétés d'investissement immobilier ne seront pas lancées à une échelle représentative sans l'équivalence fiscale. Nous avons admis hypothétiquement que cette équivalence se présenterait bientôt.

2. *Passivité*

Plus tôt dans le présent rapport, nous avons dit qu'une société d'investissement immobilier serait un intermédiaire d'investissement spécialisé et qu'elle dériverait la plus grande partie de son revenu d'investissements passifs — c'est-à-dire, autrement que par la conduite active d'un commerce ou d'une entreprise. Nous avons admis hypothétiquement que cela a été nécessaire en vue d'obtenir le traitement de la transmission du revenu. Si tel n'était pas le cas, les entrepreneurs immobiliers actifs (qui spéculent sur le terrain, s'engagent dans un roulement rapide de propriétés détenues en portefeuille, qui ajournent l'impôt en retenant le revenu, et qui offrent l'occasion de gains de capital sous diverses formes) prétendraient qu'une absence d'équivalence fiscale existe entre une société d'investissement immobilier passive et sa forme active d'activités de corporation.

Nous avons également découvert qu'une tentative de définition de la passivité n'a produit aucun résultat; ainsi, nous nous en sommes tenus à suggérer des règles qui atteindraient essentiellement le même résultat.

3. *Echéances à long terme, à court terme et mixtes*

Aux Etats-Unis, au cours de la décennie de 1960, l'industrie du trust d'investissement immobilier s'est élaborée en deux catégories distinctes: le trust d'investissement immobilier sur titres et le trust d'investissement immobilier sur hypothèque. On n'a été que modestement porté vers les trusts d'investissement hybride qui investissent tant dans les hypothèques que dans les titres.

Parce que la concordance des échéances est une fonction significative du trust d'investissement immobilier, nous croyons qu'une classification plus appropriée serait les échéances à long terme (titres immobiliers et hypothèques à long terme), les échéances à court terme (principalement les prêts à la construction et au développement) et les échéances mixtes (un mélange des deux catégories). Nos vues préliminaires sont que le Canada a un marché moins fourni que les Etats-Unis et ne peut pas appuyer les sociétés d'investissement immobilier publiques spécialisées, dans la même mesure. Nous nous attendons donc que la société d'investissement immobilier à échéances mixtes se développera plus rapidement ici que les trusts d'investissement immobilier hybrides ne l'ont fait aux Etats-Unis. Les sociétés d'investissement immobilier canadiennes devraient être en mesure d'offrir toute une gamme de services à l'industrie du logement et de l'immeuble aussi longtemps qu'ils ne comprennent pas la conduite active d'un commerce ou d'une entreprise.

L'hypothèse a été qu'il serait nécessaire de compartimenter la législation fiscale et la législation sur les titres pour pourvoir aux deux catégories distinctes de société d'investissement immobilier: d'abord parce que la chose serait difficile à définir; deuxièmement parce qu'elle serait peu commode à administrer; et troisièmement parce qu'elle oeuvrerait contre les forces de la place du marché.

4. *Équilibre entre la protection de l'actionnaire et la latitude de l'entrepreneur-aménagiste*

Il est essentiel de créer l'environnement où une société d'investissement immobilier aurait un accès virtuellement affranchi aux investissements sains, sans avoir à ouvrir la porte aux promoteurs, tant prudents que prédateurs, qui peuvent innocemment ou délibérément mal se servir ou abuser des fonds qui sont engagés à leurs soins. L'actionnaire devrait être protégé mais non pas au point de diminuer considérablement son rendement.

On soumet l'hypothèse qu'il faudrait accorder suffisamment de souplesse aux sociétés d'investissement immobilier pour qu'elles puissent répondre résolument aux changements du marché immobilier et prendre ainsi des décisions qui serviront les intérêts à long terme de leurs actionnaires. Nous croyons que les lois existantes (telles que les Lois sur les corporations et les Lois sur les sociétés d'investissement) ainsi que les entités de réglementation (les commissions de titres provinciales et les Bourses) qui existent pour d'autres formes de corporation suffisent pour traiter avec les sociétés d'investissement immobilier.

5. *Rachat des actions*

Les fonds mutuels peuvent racheter des unités au choix des actionnaires parce que leur actif est liquide et leurs activités en ce qui concerne l'effet spéculatif accru ne sont pas étendues. Les sociétés d'investissement immobilier présentent un problème en quelque sorte différent. Une société d'investissement immobilier à long terme et une société d'investissement à termes mixtes peuvent très bien avoir des problèmes de liquidité sérieux si elles investissent essentiellement dans des hypothèques et des titres à long terme. Une société d'investissement immobilier à long terme qui investit principalement dans des hypothèques non LNH et LNH sur l'habitation unifamiliale, pourrait se trouver dans une position de liquidité plus favorable. Une société d'investissement immobilier à court terme peut avoir des problèmes de liquidité à cause des investissements considérables dans les prêts à court terme, pour la construction et le développement.

En raison de la variation des modes d'investissement qui pourraient aboutir dans une société d'investissement immobilier, nous avons conclu qu'il serait imprudent de légiférer que toutes les sociétés d'investissement immobilier ne peuvent pas racheter les actions au choix de l'actionnaire. De plus, nous avons admis hypothétiquement que toutes les sociétés d'investissement immobilier publiques doivent subir l'inspection des commissions de titres provinciales appropriées et des autres entités de réglementation, et que ces filtres sont suffisamment serrés pour protéger les investisseurs non avisés. Nous croyons que les sociétés d'investissement immobilier publiques au Canada jouiront de parrains de bonne réputation et qu'il ira de l'intérêt général de leur entreprise de s'assurer qu'il existe un marché satisfaisant pour les actions de leurs sociétés d'investissement immobilier parrainées. En conséquence, des actions facilement transférables au comptant, par l'entremise de la Bourse devraient constituer une garantie suffisante de la liquidité

pour les actionnaires. Cela n'est pas plus rigoureux que ce qui se rapporte aux sociétés à capital fixe.

6. *Législation habilitante*

Bien que les actions d'une société d'investissement immobilier doivent être très attrayantes pour l'investisseur particulier, il faudrait que les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les autres établissements affichent un intérêt soutenu et y placent des commandes marquantes. Nous avons admis hypothétiquement que la législation habilitante et les changements aux règles existantes peuvent être adoptés selon ce qui est requis pour permettre que les institutions puissent s'y impliquer de façon intéressante.

7. *Dépréciation et cash flow*

Une des règles suggérée plus tôt dans le présent chapitre se rapporte à une distribution minimale de 95% du revenu ordinaire qui, autrement, serait imposable si l'on choisissait de n'être pas admis comme société d'investissement immobilier. Cela, en soi, n'exclut pas la possibilité qu'une société d'investissement immobilier transmette plus que le pourcentage minimal requis du revenu imposable et cela pourrait se présenter parce que le revenu en cash flow est fréquemment plus élevé que le revenu imposable lorsqu'une société d'investissement immobilier détient passablement de propriétés dépréciables. Parce qu'une société d'investissement immobilier est un établissement de transmission, nous avons songé à recommander l'inscription obligatoire de la dépréciation comme une protection supplémentaire contre l'épuisement du fonds de roulement.

Après avoir réexaminer la question, nous avons décidé que le droit des sociétés et les bons principes et les bonnes pratiques de comptabilité constituaient un rempart suffisamment respectable contre les actions à tort et à travers et que la solvabilité des sociétés d'investissement immobilier ne serait pas mise en jeu dans des circonstances normales.

8. *Conflits d'intérêt*

Notre recherche révèle que si les sociétés d'investissement immobilier devaient être introduites au Canada et qu'elles offrent un plan d'organisation et de contrats semblable à celui des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis, il se présenterait des conflits d'intérêt (certains d'entre eux réels, et d'autres imaginaires) entre les sociétés d'investissement immobilier et leurs parrains.

Nous avons admis hypothétiquement que si nous tentions d'établir de bonnes règles gouvernementales et de codifier la réglementation contre l'auto-transaction, il s'ensuivrait que les entrepreneurs responsables se trouveraient dans une jaquette de force. Ainsi, nous ne nous sommes pas laissés tenter à proposer des caractéristiques d'une société d'investissement immobilier.

9. *Objectifs en logement et la loi fiscale*

D'aucuns ont suggéré que les objectifs sociaux en ce qui concerne le logement devraient être distincts de la loi fiscale et que le moyen le plus efficace

de s'occuper des problèmes de logement se situe dans les dépenses directes. Il n'était pas dans nos attributions d'examiner les autres possibilités d'implication des petits investisseurs particuliers ou des institutions dans le financement du logement par l'entremise de programmes de dépenses. A tout événement, les changements apportés au système fiscal que nous proposons, n'entrent pas en conflit avec une philosophie fiscale équitable non plus qu'avec les programmes de dépenses qui pourraient être entrepris unilatéralement ou de concert avec des programmes impliquant le côté revenu.

10. *Financement contra-cyclique*

Les sociétés d'investissement immobilier pourraient bien servir de formule contra-cyclique pour l'industrie de la construction et contrebalancer dans une certaine mesure, les carences critiques de fonds d'investissement avec lesquelles l'industrie est aux prises au cours des périodes de resserrement monétaire. Nos premières constatations sont que les entrepreneurs immobiliers qui se livrent à une production active, recevraient volontiers la nouvelle source de financement concurrentiel provenant des sociétés d'investissement immobilier, particulièrement au cours des périodes de contrainte monétaire.

II. PROPOSITIONS DÉTAILLÉES

1. *Incorporation et organisation*

a) Il faut prendre une option pour obtenir un statut spécial comme société d'investissement immobilier. Généralement, il serait nécessaire qu'un tel choix soit déclaré dans un prospectus, dans les lettres patentes ou d'autres documents des corporations. Il faudra faire un choix annuel quant à l'impôt sur le revenu, immédiatement après chaque fin d'année fiscale de la société d'investissement immobilier. Si au départ, la société éprouve une perte d'exploitation, le choix peut être retardé jusqu'à ce que la perte soit reprise en vertu d'un report courant et des dispositions de report aux années précédentes.

b) En l'absence du choix spécial, une société d'investissement immobilier serait tout simplement une corporation normale qui paie de l'impôt.

c) Si, au cours de son existence, elle ne répond pas aux épreuves prescrites (voir paragraphe 4) une société d'investissement immobilier cessera d'avoir son statut spécial. Une période de grâce de 90 jours est accordée dans certaines circonstances, pour que les affaires d'une société d'investissement immobilier soient remises en ordre.

d) Les buts de la corporation doivent être clairement déclarés dans un prospectus, particulièrement en ce qui concerne ce qui suit:

- (i) facteurs de risque
- (ii) politique générale d'investissement
- (iii) utilisation des recettes
- (iv) rapport avec les conseillers et les parrains
- (v) honoraires de conseiller
- (vi) investissements initiaux

e) Une corporation ordinaire qui paie de l'impôt, peut choisir un statut spécial mais seulement après avoir tenu des réunions spéciales des actionnaires, après avoir demandé des lettres patentes supplémentaires et obtenu l'approbation des autorités de réglementation selon ce qui est approuvé.

f) Le nombre des actionnaires sera régi par le droit des sociétés, la loi de l'impôt sur le revenu et les exigences de la commission de titres.

g) Une société d'investissement immobilier ne peut pas être une société de portefeuille personnelle.

h) Une société d'investissement immobilier peut être régie par un fonds de pension et une compagnie d'assurance-vie.

2. *Capitalisation — dette et avoir*

a) Toute catégorie de valeurs à revenu variable peut être émise.

b) Les emprunts de tout autre genre sont permis, y compris les prêts bancaires, les papiers commerciaux, les hypothèques, les billets à court terme, les débentures à court terme et les débentures convertibles.

c) Toutes les offres publiques de créances et de valeurs auront été, il va sans dire, approuvées par les commissions provinciales appropriées de titres.

d) Toutes les émissions particulières de participation et de créances en montants d'importance, peuvent être faites sans enregistrement mais il faut en communiquer la substance à la commission provinciale de titres.

e) Les actions peuvent être nanties comme garantie collatérale.

3. *Droits et limitations des actionnaires*

a) Les actionnaires peuvent convoquer des réunions annuelles et spéciales et y assister, approuver des changements significatifs à apporter à la politique d'investissement et recevoir des états financiers annuels, des dividendes trimestriels, et l'avis de séparation entre le revenu ordinaire et le revenu provenant de gains de capital.

b) Ils peuvent voter annuellement pour la nomination des directeurs, des vérificateurs-comptables, des actionnaires et sur les honoraires de la compagnie de gestion consultative et du conseiller.

c) Ils ont une responsabilité limitée.

d) Le rachat des actions au choix de l'actionnaire n'est pas un droit automatique.

4. *Principes directeurs d'investissement et tests*

Une société d'investissement immobilier est un intermédiaire d'investissement spécialisé. Ses objectifs et son activité doivent donc être clairement définis et il faudrait élaborer des règles précises (mais non pas nécessairement rigides) pour réglementer et contrôler ses opérations. En définissant les buts et les règles d'une société d'investissement immobilier, il est important de reconnaître qu'il faudrait permettre aux entrepreneurs prudents de prendre des

décisions d'investissement et de retrait d'investissement qui bénéficieront aux actionnaires sur une période à long terme, et de réagir de façon résolue devant les forces qui se déplacent sur le marché immobilier. Une société d'investissement immobilier requiert d'être libre de diversifier ses investissements, si c'est là une de ses politiques avouées, et d'être libre d'exploiter son entreprise à une échelle nationale, et la composition de son portefeuille doit être suffisamment vaste pour assurer la protection de l'investisseur et lui permettre de croître. Il faudrait élaborer des règles "de minimus" qui ne fraperaient pas une société d'investissement immobilier d'incapacité pour des raisons de défaut, de saisie en réalisation de la garantie, d'évaluation à la baisse de l'actif après l'acquisition et d'autres événements involontaires qui assaillent la plupart de ces organismes. Une société d'investissement immobilier devrait pouvoir être en mesure d'investir dans une autre société d'investissement immobilier sans être exposée à la menace d'incapacité si la société débitrice devait perdre sa compétence pour une raison quelconque. Nous avons étudié la valeur des règles en ce qui concerne les rapports d'actif et la rapidité de roulement mais nous en sommes venus à la conclusion qu'en insistant sur les tests d'investissement trimestriels, les restrictions sur des gains de capital à court terme dans la propriété et l'élimination de la spéculation pour la revente constitue une protection suffisante. L'acceptation de "prêteurs moyennant indemnité à la participation" ("equity kickers") devient de plus en plus une règle qu'une exception et la chose devrait constituer un moyen d'acquisition d'investissements. Les entreprises conjointes sont de plus en plus courantes et il faudrait les encourager sans tenir compte de leur forme légale.

Etant donné que nos attributions se rapportent à l'habitation, nous avons songé avec soin à la question d'une société d'investissement immobilier qui serait forcée d'investir un montant précis de ses ressources dans les hypothèques et les titres à l'habitation. Nous en sommes venus à la conclusion que les sociétés d'investissement immobilier élaboreront leurs propres formules d'investissement qui, selon nos prédictions, s'impliqueront amplement dans l'habitation et nous avons, en conséquence, rejeté l'idée d'établir une règle obligatoire d'investissement dans l'habitation.

Ces remarques et d'autres jugements ont pris place dans les règles et les tests d'investissement cités ci-après.

a) La politique générale d'investissement d'une société d'investissement immobilier devrait être nettement déclarée dans sa charte, son prospectus et d'autres documents qui pourraient affecter les décisions d'investisseur et les relations avec les corps de réglementation. Il se pourrait fort bien qu'une commission provinciale de titres exige qu'un minimum de 60% des recettes d'une offre publique soient, par exemple, désignés spécifiquement et que ces investissements précis soient déclarés clairement dans un prospectus.

b) Au minimum 85% de l'actif d'une société d'investissement immobilier doit prendre la forme suivante:

(i) Comptant, titres du gouvernement, et engagements financiers de sociétés de fiducie, de sociétés de prêt et de banques à charte,

- (ii) Premières hypothèques sur propriétés résidentielles et commerciales qui sont admissibles aux fins d'investissement aux termes de la Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques,
 - (iii) Terrains loués à bail, en voie d'amélioration,
 - (iv) Terrains et bâtiments, et ventes avec option de louer, sur ceux-ci,
 - (v) Obligations d'une banque hypothécaire résidentielle,
 - (vi) Obligations d'autres sociétés d'investissement immobilier.
- c) Les autres 15% d'investissement d'une société d'investissement immobilier ne devraient pas être restreints sauf qu'ils devraient présenter une nature passive.
- d) Les investissements doivent être restreints au Canada.
- e) Les achats d'actifs d'employés particuliers d'une compagnie conseillère ou de son personnel, et des parrains ou de leurs employés doivent être nettement révélés s'ils sont importants.
- f) Une période de grâce de 90 jours doit être accordée à une société d'investissement immobilier pour lui permettre de mettre ses affaires en ordre advenant qu'elle soit involontairement frappée d'incapacité pour des raisons telles qu'une mésinterprétation des règlements, des défauts de paiement ou des réévaluations.
- g) Les sociétés d'investissement immobilier n'auront pas le droit d'investir dans du terrain et des bâtiments d'industrie de ressources naturelles ou d'extraction.
- h) Il faut satisfaire les tests c) et d) trimestriellement.

5. Principes directeurs de revenu et tests

Bien que les principes directeurs et les tests de revenu décrits ci-dessus déterminent dans une large mesure, les sources et les montants de revenu de la société d'investissement immobilier, il existe d'autres règles qu'il faudrait observer.

- a) Au minimum 85% de son revenu brut doivent provenir
- (i) d'intérêts sur hypothèque, sur prêts hypothécaires, sur dépôts en banque, de papiers commerciaux, d'obligations du gouvernement, et d'investissements dans une banque hypothécaire détenue publiquement,
 - (ii) de loyers de propriétés immobilières et d'activités étroitement connexes (telles que du mobilier d'appartement et des terrains de stationnement contigus aux bâtiments),
 - (iii) frais d'attente, frais d'engagement, escomptes et primes,
 - (iv) reprise de dépréciation,
 - (v) gains à court terme à la vente de propriétés,
 - (vi) intérêts et dividendes provenant d'autres sociétés d'investissement immobilier.
- b) Le solde du revenu brut peut provenir de ce qui suit:
- (i) sources indiquées dans 1 ci-dessus,

- (ii) dividendes et intérêts sur titres permis comme investissement dans les fonds mutuels.
- c) Au plus 25% de son revenu brut dans toute année doivent provenir de gains à long terme à la vente de propriétés immobilières détenues pour moins de 3 ans, sauf dans le cas de conversion involontaire découlant de défauts de paiement, de saisies en réalisation de la garantie et de parachèvements forcés, ou provenant de gains à la vente de titres détenus pour moins de 6 mois.
- d) Les loyers peuvent être rattachés aux recettes brutes mais non aux programmes de partage des profits nets.
- e) Tout le revenu doit provenir de sources canadiennes.
- f) Au moins 95% du revenu imposable (voir sous-section 6) doivent être distribués annuellement.
- g) Les dividendes doivent être déclarés trimestriellement, jusqu'à concurrence de 75% de la distribution annuelle, à la fin du dixième mois de l'année fiscale, alors que le paiement final se ferait dans les 180 jours qui suivent la fin de l'année fiscale.
- h) Les gains de capital ne doivent pas être inclus dans la détermination du revenu aux fins de ces tests.
- i) Les tests (a), (b), (c) et (g) doivent être réussis trimestriellement.

6. Règles d'imposition

Aux fins du calcul du revenu imposable, les règles fiscales courantes doivent être d'application. En raison des dispositions visant les transmissions élevées, il faudrait permettre des allocations pour les évaluations hypothécaires et d'autres indemnités immobilières se rapportant aux défauts de paiement et aux saisies en réalisation de la garantie, bien qu'il ne soit pas obligatoire d'inscrire la dépréciation aux livres.

- a) Si, au minimum, 95% du revenu imposable ordinaire sont distribués, le revenu distribué ne sera pas imposé à la société d'investissement immobilier en admettant qu'elle ait choisi l'option du statut d'une société d'investissement immobilier.
- b) Le revenu non distribué dans les mains de la société d'investissement immobilier doit être imposé au plein taux des corporations.
- c) Le revenu distribué dans les mains de l'actionnaire doit être imposé au taux personnel seulement.
- d) Les dégrèvements de dividendes ne doivent pas être admis sur toute partie du revenu d'une société d'investissement immobilier, y compris les 95%; sur les 5% restants, s'ils devaient être distribués par la suite; et sur le revenu-dividendes qu'une société d'investissement immobilier a reçu de corporations canadiennes assujetties à l'impôt. Cette restriction devrait aider à encourager l'investissement dans les titres.

- e) Les pertes reportées vers l'avenir ou dans le passé, seulement si la société ne fait pas le choix d'une société d'investissement immobilier.
- f) Les règles normales visant la reprise de la dépréciation doivent être d'application.
- g) Les règles normales sur les gains de capital doivent être d'application, que les gains soient transmis ou non à l'actionnaire.
- h) Des décisions spéciales seront d'application en ce qui concerne les transports de propriétés aux sociétés d'investissement immobilier, sur l'évaluation des "prêteurs moyennant indemnité à la participation" ("kickers") sur l'impôt retenu des non résidents et sur la majoration ou la réduction des actifs, les compagnies étrangères, les pays faisant partie d'un accord ou n'en faisant pas partie.
- i) Il sera permis d'accorder des dividendes rétroactifs pour raison d'insuffisance advenant qu'une vérification de la division de l'impôt sur le revenu du ministère du Revenu national établisse qu'une société d'investissement immobilier n'a pas satisfait un test ou plus.

7. Tests de passivité

a) Intermédiaire passif par opposition à une entreprise active

Dans son rôle d'intermédiaire, une société d'investissement immobilier n'est ni une banque non plus qu'une compagnie de financement, parce qu'elle n'est pas impliquée dans la création des créances de consommateurs ou d'entreprises. Elle n'est pas un commerce non plus dans le sens d'une maison qui se livre à des activités qui engendrent la richesse en combinant main-d'oeuvre, matériaux et machinerie pour produire des biens ou des services. Elle est une entité qui a des relations d'échange en vertu desquelles elle fournit un pouvoir d'achat à des entreprises ou des particuliers qui veulent engendrer une richesse en échange de ce qui suit:

- (i) des actions qui donnent droit à la société d'investissement immobilier de participer aux dividendes futurs ou à la distribution d'actifs des entités génératrices de richesse, ou
- (ii) un droit à une propriété existante dont la société d'investissement immobilier peut retirer un revenu-loyer, ou
- (iii) des droits financiers dont les engagements peuvent être appliqués en loi et sont fréquemment garantis par une hypothèque sur une propriété existante.

En d'autres mots, une société d'investissement immobilier ne se livre pas au commerce actuel de créer, d'organiser, de diriger ou de contrôler les activités qui engendrent la richesse. Plutôt, elle se livre au commerce passif d'acquisition et de détention d'investissements aux fins d'en retirer un revenu.

La fonction d'une société d'investissement immobilier est étroitement définie: elle existe pour faire des investissements; pour détenir un titre sur une propriété et des titres; pour recevoir des intérêts, des dividendes et des recettes provenant de ventes; pour distribuer son revenu aux fournisseurs de capitaux; et lorsque la chose est pertinente, pour gérer son capital. L'exploitation d'investissements ne requiert pas une grosse organisation.

b) Règles de passivité

Conformément à la définition de la passivité, la plus grande partie du revenu d'une société d'investissement immobilier devrait provenir de ce qui suit:

(i) Investissements dans les hypothèques et les prêts

(ii) Propriétés productrices de revenu dont l'exploitation n'est pas gérée directement par le personnel de la société d'investissement immobilier — par opposition à un commerce immobilier qui gère activement des propriétés, retire des avantages fiscaux du revenu en réserve, fait la spéculation de terrains et de bâtiments, et qui est impliqué normalement dans un roulement plus rapide des valeurs qu'il détient en portefeuille. Ainsi, les dimensions-clés des intermédiaires passifs se situent dans l'éloignement de la transaction ultime et dans le temps.

Dans la plupart des circonstances, les règles suivantes assureront qu'une société d'investissement immobilier est un intermédiaire d'investissement passif:

(i) Une société d'investissement immobilier ne peut pas détenir des propriétés essentiellement pour la revente. Cela n'exclut pas les conversions involontaires qui proviennent de défauts de remboursement hypothécaire.

(ii) Les gains à court terme à la vente de titres détenus pour moins de 6 mois et les gains à la vente de propriétés immobilières détenues pour moins de 3 ans, doivent représenter moins de 25% du revenu brut de la société d'investissement immobilier, au cours de toute année.

(iii) Les services offerts et la gestion de propriétés doivent être organisés par l'entremise d'un entrepreneur ou d'un agent d'affaires indépendants.

(iv) Une société d'investissement immobilier ne doit pas avoir de contrôle financier auprès de ses entrepreneurs non plus qu'auprès de ses agents d'affaires.

(v) Les agents d'affaires ou les entrepreneurs ne peuvent pas détenir plus de 30% des actions d'une société d'investissement immobilier.

(vi) Le revenu-loyer ne doit pas dépendre entièrement ni partiellement du revenu net ou des profits nets provenant d'une propriété locative. (On obvie également aux ententes de partage de profit — par exemple, d'un magasin dans un complexe en tour). Cela n'exclut pas cependant, l'arrangement accordant un pourcentage fixe des recettes brutes comme fondement pour la détermination du loyer.

(vii) Bien que la chose ne devrait pas être obligatoire, il serait prudent qu'une société d'investissement immobilier passe un contrat avec une compagnie conseillère pour qu'elle puisse obtenir des conseils désintéressés sur des options et des pratiques d'investissement et de désinvestissement.

(viii) Une société d'investissement immobilier ne peut pas être une société de portefeuille personnel.

8. *Principes et pratiques de comptabilité*

Les principes et les pratiques de comptabilité généralement acceptés doivent s'appliquer à l'inscription et au rapport des résultats financiers. Il y a cer-

taines règles précises qui ne peuvent pas être incorporées dans la législation mais qui méritent d'être discutées ici.

a) La base d'évaluation de l'actif devrait être révélée. Si l'on se sert des valeurs du marché, il faudrait élaborer des règles spéciales en ce qui concerne les pertes de capital et les profits de capital et leur traitement aux fins du bilan et de l'état financier du revenu.

b) Les valeurs appréciées du portefeuille d'avoirs ne doivent pas être révélées dans les états financiers non plus que dans les renvois.

c) Il faut déclarer qu'il y a conformité aux tests de la Loi de l'impôt sur le revenu, particulièrement en ce qui concerne la distribution du revenu.

d) Les gains par action, sur une base courante et entièrement diluée, doivent être déclarés, s'il y a eu émission de bons convertibles ou d'actions privilégiées convertibles.

e) La base du calcul de la dépréciation et du droit à celle-ci, et de l'impôt sur le revenu différé devrait être déclarée.

9. *Effet spéculatif accru*

Si la gestion décide d'avoir recours à l'effet spéculatif accru qui semble nécessaire dans le cas de certaines sociétés d'investissement immobilier, si elles veulent réaliser une certaine croissance, de quel effet spéculatif accru la société d'investissement immobilier peut-elle se prévaloir prudemment? La politique des Mid-West Securities Commissioners est de limiter les trusts d'investissement immobilier à la construction et au développement aux Etats-Unis, à un rapport des dettes totales à l'avoir propre de 5 pour 1, et les trusts d'investissement immobilier à long terme, à un rapport de 3 pour 1. Tel que noté au chapitre 3, Continental Mortgage Investors, qui est coté à la Bourse de New York et en conséquence n'est pas assujéti au "Mid-West Blue Sky rules" avait un rapport de la dette totale à l'avoir propre de 6,8 pour 1 à la fin de 1970. Mais si sa dette convertible subordonnée avait été incluse dans sa base d'emprunt, Continental Mortgage Investors aurait eu un rapport modeste de 0,47 pour 1 dans le cas des dettes primaires vis-à-vis de la base d'emprunt (la base d'emprunt est composée de l'avoir propre et des créances secondaires). Les trusts d'investissement immobilier à long terme ne peuvent pas se servir d'un effet spéculatif accru à court terme dans la même mesure que les trusts d'investissement immobilier à la construction et au développement, sans enfreindre la règle financière de "ne pas emprunter à court terme pour prêter à long terme".

Il y a une variété de motifs et de pratiques d'effet spéculatif accru aux Etats-Unis, dont certains se rapportent à la croissance et d'autres tiennent compte des problèmes d'échéance; et nous soupçonnons que certains représentent une prise de conscience du fait que l'augmentation de l'actif d'un trust d'investissement immobilier signifiera que les honoraires de conseiller, (fondés sur l'actif investi) peuvent être augmentés.

Chapitre 11

Développements récents dans l'optique actuelle

par J. S. Peterson

I. INTRODUCTION

Les compagnies de placements hypothécaires et les trusts d'investissement immobilier constituent le développement récent le plus excitant dans le domaine du financement au Canada. La Toronto Dominion Bank a lancé un trust d'investissement immobilier avec succès et a mobilisé 75 millions de dollars auprès du public. Deux autres ont déposé des prospectus préliminaires. BM-RT, une entreprise conjointe de la Banque de Montréal et du Royal Trust, propose de mobiliser 100 millions de dollars au départ et la Bank of British Columbia a déposé un prospectus initial pour 10 millions de dollars. D'autres sociétés en sont à divers stades des préparatifs. La totalité de ces finances dépassera facilement 400 millions de dollars, d'ici l'an prochain, et en deçà de 3 ans, les compagnies de placements hypothécaires et les trusts d'investissement immobilier canadiens devraient comporter des actifs en excédent de 1,5 milliard de dollars. Aucune nouvelle industrie n'a jamais recherché autant de financement en une période de temps si condensée non plus qu'elle n'a jamais attiré autant d'appui et d'enthousiasme sans réserve, d'un si vaste éventail d'investisseurs.

En discutant des compagnies de placements hypothécaires et des trusts d'investissement immobilier, je propose d'abord de traiter brièvement des événements qui ont transpiré jusqu'à présent. Deuxièmement, je voudrais examiner le traitement fiscal du revenu des deux formules et de leurs actionnaires. Je conclurai en faisant ressortir le contraste des différences les plus importantes entre les compagnies de placements hypothécaires et les trusts d'investissement immobilier.

¹ Le présent chapitre fut présenté tout d'abord sous forme de remarques sur les *Trusts d'investissement immobilier*, en vue d'une allocution au congrès annuel de Canadian Tax Foundation, Hotel Royal York, Toronto, le 28 novembre 1972. On l'a reproduit ici moyennant seulement certains changements mineurs, avec la permission gracieuse de l'auteur et de la Canadian Tax Foundation. (Rédacteur).

II. HISTORIQUE

En principe, il y a trois facteurs qui se sont combinés pour engendrer, et d'une certaine manière pour retarder le développement des trusts d'investissement immobilier et des compagnies de placements hypothécaires au Canada: le succès des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis, le désaisissement de l'intermédiation et la nouvelle loi fiscale canadienne qui ont exigé que l'on repense la formule; et le désir du gouvernement canadien d'encourager la construction de plus d'habitations.

1. *Les trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis*

Il est probable que la raison majeure du trust d'investissement immobilier canadien aujourd'hui est le grand succès de la formule semblable aux Etats-Unis. Les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis sont devenus possibles en 1961, lorsque des amendements apportés à l'Internal Revenue Code ont permis que ces trusts jouissent une fois de plus du traitement fiscal de canalisateur alors qu'une décision antérieure de la Cour Suprême le leur avait nié. L'industrie du trust d'investissement immobilier aux Etats-Unis est restée latente cependant, jusqu'à ce que les éclatements de la Bourse en 1969 et en 1970 aient rendu ces formules à revenu élevé extrêmement attrayantes pour les investisseurs. Leur succès ne fut pas une perte pour la communauté d'investissement au Canada qui a soudainement découvert que les lois canadiennes n'exigeaient pas d'être modifiées pour que les trusts obtiennent le traitement fiscal de canalisateur et tiennent lieu de trusts d'investissement immobilier.

2. *Livre blanc*

Juste au moment où un certain nombre de maisons d'investissement canadiennes ont commencé à s'arrêter sérieusement aux trusts d'investissement immobilier, le Livre blanc sur les propositions de réforme fiscale était publié en novembre 1969. Il proposait que les trusts ouverts soient sujets au même régime fiscal de semi-intégration que les corporations ouvertes. Cela empêchait le trust d'être admis comme une formule satisfaisante de transmission ou d'entremise.

3. *Politique du logement au Canada*

C'était à peu près à cette époque que le gouvernement a manifesté sa préoccupation au sujet de la rareté de logements au Canada. Le discours du trône, en 1969, a établi un objectif d'un million de nouvelles unités d'habitation parachevées pour l'année 1974 mais le gouvernement a bientôt réalisé qu'il y aurait une insuffisance de fonds par l'entremise des voies traditionnelles. Il a donc nommé une commission d'étude pour faire un rapport sur les nouveaux mécanismes et établissements qui pourraient augmenter le mouvement du financement du secteur privé vers l'habitation.

4. *Autres développements en matière fiscale*

Tôt en 1971, le gouvernement a annoncé son intention d'encourager le développement des compagnies de placements hypothécaires au Canada, lesquelles ressembleraient aux trusts d'investissement immobilier des Etats-

Unis, en ce qu'elles jouiraient du traitement fiscal de canalisateur et mobiliseraient l'investissement du secteur privé dans les créances hypothécaires et l'immeuble. Le besoin de compagnies de placements hypothécaires, ou du moins, de quelqu'autre mesure qui encouragerait un tel investissement, fut accentué par les autres mesures de réforme fiscale qui décourageaient l'investissement dans l'habitation. En vertu de l'ancienne Loi, les contribuables pouvaient mettre d'autres revenus à l'abri par le recours à une indemnité des frais de première instance dans la propriété immobilière, et approximativement 40% de tout le logement locatif au Canada étaient détenus par des particuliers. La nouvelle Loi a disposé de cette possibilité et a créé d'autres sérieux découragements fiscaux d'investir dans l'immeuble, y compris l'introduction de l'imposition des gains de capital et de dispositions qui prévoyaient que chaque propriété dépréciable qui valait \$50 000 constituerait une catégorie distincte, aux fins de l'indemnité des frais de première instance; il était impossible ainsi d'éviter la reprise à l'aliénation. Il a fallu avoir recours à des mesures de compensation pour pouvoir tout simplement maintenir le niveau existant de l'investissement particulier dans l'habitation, voire même pour augmenter l'afflux de fonds à l'habitation.

5. *Bill C-259*

Lorsque le Bill C-259 fut publié le 18 juin 1971, en toute apparence, il déblayait la voie pour une formule de trust qui tiendrait lieu de trust d'investissement immobilier, étant donné qu'il s'était dédit du régime de sémi-intégration en ce qui concerne les trusts ouverts. On a bientôt découvert cependant, qu'il contenait certains accrochements pour les trusts d'investissement immobilier à capital fixe que la plupart des trusts devraient être afin de protéger la liquidité. Comme il s'agissait du trust à capital fixe, il ne serait pas admissible comme trust d'unités, aux termes de l'article 108(2). Cela signifiait d'abord, qu'il serait assujéti à une présumée réalisation tous les 21 ans; et en deuxième lieu, que chaque fois qu'il aliénait une unité négociée publiquement, une certaine partie des recettes serait considérée comme un revenu par opposition au capital. En conséquence, on a fait de fortes démarches à Ottawa pour que la définition d'un trust d'unités soit élargie afin d'inclure les trusts à capital fixe aussi bien que les trusts à capital variable inter vivos. Ottawa a réagi en introduisant une légère modification, en octobre 1971, par laquelle il fut possible de réaliser du point de vue fiscal un trust à capital fixe tel que représenté par TDRI et BM-RT. Ces fonds se conforment aux dispositions visant le trust d'unités tel qu'en fait état l'article 108(2)(b) de la Loi actuelle.

6. *Investisseurs admissibles*

Bien qu'on ait enlevé en octobre 1971, les barrières de l'impôt sur le revenu qui empêchaient la formation d'un trust d'investissement immobilier, les parains potentiels du trust d'investissement immobilier se trouvaient toujours aux prises avec un autre problème important, nommément, l'admission des unités et des titres de trust comme investissement que des investisseurs réglementés tels que les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie et les fonds de pension pouvaient acquérir sans devoir avoir recours à leurs clauses "omnibus". Cela était important parce que l'appui des institutions était tenu pour

essentiel à l'endroit des trusts d'investissement immobilier. En conséquence les parrains potentiels devaient décider s'il leur fallait attendre la législation promise en ce qui concerne la compagnies de placements hypothécaires, laquelle permettrait la participation des investisseurs réglementés, ou s'il leur fallait circonvenir cette incapacité par d'autres moyens. Au moins un trust était d'avis qu'il avait résolu le problème de l'admissibilité ce qui concerne les établissements, vers la fin de 1971, mais après un nouvel examen, il retira son offre. La Toronto-Dominion Bank a persisté cependant, et a élaboré une méthode rentable comportant le recours à une corporation dont les titres constitueraient des investissements admissibles en raison de son dossier de gains, et qui réaliseraient également les avantages fiscaux de canalisateur d'un trust.

7. *Bill C-209*

L'événement important suivant fut la publication du Bill C-209 qui passa en première lecture le 15 mai 1972. Il est raisonnable d'admettre hypothétiquement que le gouvernement n'était pas alors au courant que les titres d'un trust d'unités pouvaient être admissibles à l'investissement; il jugeait probablement que seules les compagnies de placements hypothécaires projetées pourraient être des formules d'investissement immobilier rentables et à grande échelle. La Toronto-Dominion Bank différait d'opinion cependant, et rejetait tant les restrictions imposées par le Bill C-209 et le retard probable que celui-ci subirait dans son adoption. Il a déposé son premier prospectus auprès de la Commission des titres de l'Ontario, le 23 juin 1972, soit 5 semaines après la publication du Bill.

8. *TDR1*

TDR1 a réalisé les résultats requis de traitement fiscal de canalisateur et de l'admission de ses titres pour les investisseurs réglementés de la manière suivante. Le trust d'unités a vendu les unités au public pour une valeur de \$40 000 000. Ces unités jouissent du traitement fiscal de canalisateur; mais parce qu'elles ne sont pas admissibles à l'endroit des investisseurs réglementés, elles ont été vendues principalement à des particuliers. La corporation, détenue à parts égales par la banque et le souscripteur, a émis des débetures secondaires convertibles de participation valant 35 millions de dollars. Etant donné que cette compagnie détient un dossier requis de gains, ces débetures constituent des investissements légaux à l'endroit des établissements investisseurs réglementés. Pour réaliser la transmission fiscale requise aux détenteurs de débetures, la compagnie prête les 35 millions ainsi obtenus au trust d'unités sur billet à ordre de participation, et le trust à son tour, investit ces recettes dans des hypothèques et dans des immeubles. L'intérêt payable sur le billet par le trust à la compagnie, constitue le seul revenu de la compagnie mais l'intérêt payable aux détenteurs de débetures sera inscrit comme dépenses par opposition au premier revenu, et constitue une déduction compensatrice. Le seul revenu taxable de la compagnie consiste en \$10 000 par année, plus une dispersion d'un centième pour cent de l'intérêt reçu du trust au-dessus l'intérêt payé aux détenteurs de débetures. Ainsi, en fait, les détenteurs de débetures jouissent du traitement fiscal de canalisateur sauf

pour ce petit montant, et reçoivent un revenu-intérêt jusqu'à un maximum de 10%, selon le rendement des investissements à l'endroit du trust.

9. *Déclaration de politique de l'Ontario Securities Commission*

Tout comme le gouvernement fédéral n'avait pas anticipé TDRI, je crois qu'il est juste de dire que TDRI n'avait pas anticipé le retard de presque 3 mois qu'il subirait à obtenir son acceptation de la Commission des titres de l'Ontario (OSC). Pendant ce laps, l'OSC a élaboré un jeu étendu de règles "blue sky" qui s'appliquent maintenant aux trusts d'investissement immobilier. TDRI n'a pas été admis totalement avant la mi-septembre de 1972.

III. IMPÔT SUR LE REVENU

Après avoir esquissé brièvement les événements qui sont survenus jusqu'à ce jour dans cette nouvelle industrie, je propose de discuter certains des aspects de l'impôt sur le revenu brut tant aux points de vue domestique qu'international, qui touchent les trusts d'investissement immobilier et les compagnies de placements hypothécaires.

1. *Trust d'investissement immobilier*

a) *Trust d'unités*

Tel que mentionné, les trusts d'investissement immobilier doivent être admissibles comme trusts d'unités conformément à l'article 108(2) de la Loi de l'impôt sur le revenu. Après s'être ainsi qualifiés, ils sont sujets à la subdivision (k) qui régit l'imposition des trusts mais évite les problèmes auxquels doivent faire face les trusts ordinaires non testamentaires. Ces problèmes sont la présumée réalisation de 21 ans; les dispositions qui affectent les bénéficiaires privilégiés; l'inclusion des réputés bénéfiques dans le revenu conformément à l'article 105; et l'inclusion du revenu conformément à l'article 106 à l'alienation d'une unité de trust. Il est approprié d'étudier certains secteurs qui touchent particulièrement les trusts d'investissement immobilier.

b) *Allocations discrétionnaires*

La première de celles-ci se rapporte à la discrétion sans entrave des fiduciaires d'un trust d'investissement immobilier de recouper le revenu et les épargnes fiscales parmi les détenteurs d'unités. En vertu de la nouvelle Loi fiscale, les fiduciaires ont toujours le pouvoir de transmettre les dégrèvements pour dividendes, les dégrèvements étrangers, les indemnités d'épuisement, les indemnités de coût de capital et les gains de capital aux détenteurs d'unités qu'ils choisissent. En théorie donc, il serait possible de retirer une épargne fiscale si tous ces items étaient arbitrairement répartis seulement aux détenteurs d'unités particuliers dans les tranches d'impôt élevé, et de ne pas exempter d'impôt les détenteurs tels que les fonds de pension qui ne peuvent pas en profiter à tout événement. En droit cependant, seulement qu'une très petite partie du revenu d'un trust d'investissement immobilier peut provenir de sources qui engendrent de tels dégrèvements, indemnités ou autres épargnes fiscales, et le fardeau administratif que comporte de telles répartitions pourraient s'avérer formidables. Ainsi la répartition de ces épargnes fiscales aux

détenteurs d'unités autrement qu'au pro rata, semble peu vraisemblable dans la plupart des cas.

c) Exploitation d'une entreprise

Une question qui a créé un souci initial consiste à savoir si un trust d'investissement immobilier serait en mesure d'exploiter une entreprise au Canada. Dans l'affirmative, l'article 104(8) interdirait au trust de déduire les montants qui sont distribués aux détenteurs d'unités non résidents. De plus, le trust d'investissement immobilier ne satisfait pas une condition d'une fiducie à participation unitaire (trust d'unités) nommément, que sa seule entreprise consisterait à investir les fonds du trust. La pensée actuelle veut cependant, que les trusts d'investissement immobilier n'entreprennent pas de commerce, mais soient tout simplement des investisseurs passifs. Ce point de vue est appuyé par la pratique qui veut qu'un conseiller s'occupe de toutes les activités qui pourraient autrement présenter un reflet commercial et qu'il s'en acquitte, dans son rôle comme entrepreneur indépendant vis-à-vis du trust d'investissement immobilier.

d) Déduction d'intérêt

Tel que mentionné plus tôt, si la corporation affiliée d'une fiducie à participation unitaire doit tenter d'atteindre au traitement fiscal de canalisateur, tout l'intérêt payé aux détenteurs de ces titres doit être déductible. Étant donné que ces titres peuvent être des titres de participation, il est concevable que l'intérêt pourrait s'élever jusqu'à 15% et plus. Si tel fut le cas, le Ministre pourrait prétendre qu'il n'est pas déductible étant donné que ce montant n'est pas raisonnable dans les circonstances. La même considération s'applique lorsqu'il s'agit de déterminer si le trust est en mesure de déduire l'intérêt qu'il paie à la corporation sur le billet de participation. En conséquence, TDRI a adopté le principe d'établir un taux maximal de 10%, lequel est tenu pour raisonnable au moment de l'émission. Je crois que ce fut là une précaution nécessaire. Une autre précaution portait sur l'établissement d'un taux d'intérêt minimal, soit de 5½% dans le cas de TDRI. Cela fut nécessaire afin d'éviter que les débentures soient traitées comme des débentures de revenu et empêchant ainsi la corporation d'obtenir la déduction qui s'impose.

e) Gains de capital

Lorsqu'un trust d'investissement immobilier réalise un gain de capital, il a deux options s'il veut rester non imposable à ce sujet-là. Il peut distribuer tout le gain — par exemple \$200; ou il peut distribuer seulement le gain de capital imposable — disons, \$100. Prenez le cas où la totalité des \$200 est distribuée à un détenteur d'unités dans l'échelle fiscale de 50%.

Le trust d'investissement immobilier peut choisir, aux termes de l'article 104(21), de transmettre la partie imposable du gain de capital aux détenteurs d'unités. Le détenteur d'unité paiera le plein impôt sur le gain de capital imposable de \$100, c'est-à-dire \$50. Les autres \$100 sont traités comme capital en mains, réduisant ainsi de \$100 sa base redressée du coût. Ainsi, lorsqu'il dispose de l'unité, la partie non autrement imposable du gain donne lieu à un autre impôt de \$25. Cela signifie que le fardeau total fiscal est de \$75 par opposition à \$50 si le détenteur d'unités avait réalisé le gain directe-

ment. Prenons maintenant le cas où seulement les gains de capital imposables de \$100 sont distribués. Dans ce cas, le trust d'investissement immobilier jouira toujours de sa pleine déduction et les \$100 non imposables seront retenus dans le trust. Le détenteur d'unités paiera un impôt de \$50 sur ce gain de capital imposable qui lui est attribué.

Dans ce cas, il semble qu'il n'y ait pas de différence que les \$100 distribués soient désignés ou non comme gain de capital imposable, aux termes de l'article 104(21), étant donné que leur totalité serait pleinement imposable en ce qui concerne le détenteur d'unités. Il est entendu que TDRI propose d'adopter cette seconde méthode et elle retiendra la partie non imposable des gains de capital dans le trust; seule la partie imposable sera distribuée. Une première raison sous ce principe est qu'il évite la nécessité de rapporter aux détenteurs d'unités, le montant de la réduction nécessaire de la base de coût de leurs unités. De plus, il évite d'avoir à faire la désignation prévue par l'article 104(21) des gains de capital imposables à l'endroit des détenteurs d'unités, et dans ce cas, un trust d'investissement immobilier qui ne serait pas admissible comme trust de fonds mutuels n'aurait pas droit à une déduction pour les gains de capital imposables qui seraient payables aux détenteurs d'unités non résidents.

2. Compagnies de placements hypothécaires

Le moyen de réaliser le traitement fiscal de canalisateur en ce qui concerne les compagnies de placements hypothécaires est établi dans le Bill C-209 qui prévoit qu'un nouvel article sera incorporé dans la Loi de l'impôt sur le revenu. Ces dispositions voudraient que les compagnies de placements hypothécaires soient en mesure de transmettre tant le revenu ordinaire que les gains de capital aux actionnaires. D'abord, la compagnie de placements hypothécaire peut choisir de payer un dividende de gain de capital. Le montant de ce dividende ne peut pas dépasser deux fois les gains de capital imposés de la compagnie de placements hypothécaires, qui sont définis comme des gains de capital imposables moins les pertes de capital admissibles. La compagnie de placements hypothécaires a alors droit de déduire la moitié des dividendes en gains de capital distribués, et l'actionnaire jouit du traitement des gains de capital par les dividendes en gains de capital qu'il a reçus. Si elle a fait le choix d'un dividende de gains de capital excessifs, la compagnie de placements hypothécaires est sujette à une pénalité des $\frac{3}{4}$ de l'excédent. Le résultat de ces dispositions en ce qui concerne les dividendes en gains de capital, est que tous les gains de capital peuvent être distribués aux actionnaires et imposés comme tels en leur possession, sans donner lieu à une diminution de la base redressée du coût des actions.

Après que les dividendes en gains de capital ont été choisis et payés, la compagnie de placements hypothécaires a droit à une déduction à l'endroit de tous les dividendes imposables distribués aux actionnaires. Les dividendes imposables sont présumés être dans les mains des actionnaires, obviant ainsi au dégrèvement pour dividendes dans le cas des particuliers non résidents.

Les compagnies de placements hypothécaires n'ont pas droit à une déduction pour les dividendes imposables provenant d'autres corporations. La raison en est que les compagnies de placements hypothécaires ont droit à une

déduction lorsque ces dividendes sont distribués aux actionnaires, et la déduction qui serait permise au moment de la réception entraînerait une double déduction de revenu. Tout revenu retenu dans la compagnie de placements hypothécaire sera imposé au plein taux des corporations. Les compagnies de placements hypothécaires seront imposées comme des corporations publiques, sans jouir de la déduction des petits commerces ni du régime fiscal intégré pour les corporations privées.

L'effet du pouvoir des compagnies de placements hypothécaires de déduire la moitié de tous les dividendes de gains de capital et tous les dividendes imposables payés aux actionnaires est que la compagnie de placements hypothécaires réalise une imposition comme canalisateur. Contrairement aux trusts d'investissement immobilier, la compagnie de placements hypothécaires ne peut pas transmettre les dégrèvements fiscaux de dividendes et des indemnités de coût de capital aux actionnaires; mais tel qu'indiqué, cela ne présente pas de difficultés pratiques sérieuses à cause des genres limités d'investissement tant des compagnies de placements hypothécaires que des trusts d'investissement immobilier. Les compagnies de placements hypothécaires peuvent cependant, transmettre tous leurs gains de capital sans entraîner de réduction de la base redressée du coût des actions et ainsi, elles conviennent généralement mieux comme formule de canalisateur que les trusts d'investissement immobilier.

3. *Aspects fiscaux internationaux*

a) Détenteurs d'unités non résidents

Les détenteurs d'unités non résidents des trusts d'investissement immobilier canadiens seront sujets à une retenue fiscale canadienne aux termes de l'article 212(1)(c), au taux de 15% ou de 20%. Si un gain de capital imposable du trust d'investissement immobilier est réparti à un non résident conformément à l'article 104(21), il n'y aura pas de retenue fiscale mais le trust d'investissement immobilier n'aura pas droit à une déduction pour le montant désigné aux termes de l'article 104(21) comme gains de capital imposable. Ainsi, si la désignation est faite, le trust d'investissement immobilier sera sujet à un impôt potentiel égal à 30% du gain de capital, mais les 15% ou 25% en retenues fiscales auront été évités.¹

b) Actionnaires non résidents

Les actionnaires non résidents des compagnies de placements hypothécaires canadiennes seront sujets à une retenue fiscale de seulement 10% ou 20%, en ce qui concerne les dividendes imposables aux termes de l'article 212(2), étant donné qu'ils auront un certain degré de propriété canadienne. Lorsqu'un dividende de gains de capital est payé cependant, il n'y aura aucune retenue fiscale canadienne; et contrairement aux trusts d'investissement immobilier, la compagnie de placements hypothécaires aura toujours droit à une déduction pour tous les dividendes des gains de capital distribués aux détenteurs d'unités non résidents.

¹ Si le trust d'investissement immobilier est admissible comme trust de fonds mutuels, aux termes de l'article 132(6), et que la désignation aux termes de l'article 104(21) soit faite, le trust d'investissement immobilier aura droit à une déduction aux termes de l'article 104(6) et aucun impôt ne sera perçu aux termes, de l'article 212 (c).

c) Aliénation

Lorsque les non résidents aliènent leurs actions de la compagnie de placements hypothécaires, il n'y aura aucune imposition canadienne sur le gain. Cela provient de ce que les actions ne constitueront pas une propriété canadienne imposable, étant donné que la Loi sur les sociétés de prêt interdit aux non résidents en général de détenir plus de 25% des actions d'une compagnie de placements hypothécaires et aucun non résident unique ne peut détenir plus de 10%. D'un autre côté, les détenteurs d'unités non résidents d'un trust d'investissement immobilier seront sujets à une imposition canadienne des gains de capital à l'aliénation de leurs unités.²

d) Sommaire

Pour résumer certains aspects relatifs aux investisseurs non résidents, si une formule d'investissement immobilier canadien anticipe qu'il y aura un certain nombre de propriétaires non résidents, la compagnie de placements hypothécaires semble être une formule préférable à celle du trust d'investissement immobilier, étant donné qu'elle peut transmettre les gains de capital à ses propriétaires sans retenue fiscale canadienne et continuer de se prévaloir d'une déduction du revenu. De plus, les actionnaires non résidents de la compagnie de placements hypothécaires ne seront pas sujets à une imposition canadienne des gains de capital lors de l'aliénation de leurs actions alors que les détenteurs d'unités non résidents d'un trust d'investissement immobilier le seront.

e) Trust d'investissement immobilier aux Etats-Unis

Essentiellement comme réaction aux problèmes de financement aux Etats-Unis, les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis ont été fortement intéressés à faire des investissements au Canada. Avant 1972, ils étaient en mesure d'obtenir des certificats d'exemption en ce qui concerne la retenue fiscale canadienne sur le revenu-intérêt. L'article 212(14) prévoit maintenant cependant, que les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis ne sont plus admissibles aux certificats d'exemption mais tout certificat en vigueur le 31 décembre 1971, continuera d'être valable jusqu'à la fin de 1974 aux termes des règles de transition. Le résultat est qu'un trust d'investissement immobilier des Etats-Unis subira maintenant une pénalité fiscale de 15% pour avoir investi au Canada et cela pourrait les éliminer comme une concurrence importante vis-à-vis des trusts d'investissement immobilier et des compagnies de placements hypothécaires du Canada.

Il faudra également remarquer qu'un résident canadien qui aliène une unité d'un trust d'investissement immobilier des Etats-Unis sera sujet à l'imposition canadienne sur les gains de capital mais sera exempt de l'imposition des Etats-Unis en vertu de l'accord.

De plus, une certaine partie des recettes à l'aliénation sera présumée être

² Si le trust d'investissement immobilier est admissible comme trust de fonds mutuels aux termes de l'article 132(6), les unités ne peuvent pas être tenues pour une propriété canadienne imposable (voir article 135(1)(b)(viii)) et il est possible d'éviter l'imposition des détenteurs d'unités non résidents en ce qui concerne les gains de capital canadiens.

un intérêt sur le revenu aux termes de l'article 106, et imposable aux résidents comme revenu.

IV. COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES PAR OPPOSITION AUX TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

1. *Jurisdiction de réglementation*

Après avoir traité de certains des antécédents et des aspects de l'impôt sur le revenu en ce qui concerne les compagnies de placements hypothécaires et des trusts d'investissement immobilier, je voudrais maintenant examiner certaines des principales différences entre ces deux formules. Ces différences proviennent de la législation et des dispositions de réglementation particulières qui les régissent.

Les compagnies de placements hypothécaires obtiendront leur statut fiscal de canalisateur en vertu des modifications apportées à la Loi de l'impôt sur le revenu, qui proposent que les compagnies de placements hypothécaires peuvent être incorporées aux termes de la juridiction fédérale ou aux termes de la juridiction provinciale; jusqu'à présent cependant, il semble que les compagnies de placements hypothécaires seront des sociétés de prêt incorporées au point de vue fédéral, que le surintendant de l'assurance désignera comme compagnies de placements hypothécaires si elles ont satisfait les exigences du Bill C-209. En plus de ce qui précède, les compagnies de placements hypothécaires devront s'inscrire aux termes de la Loan and Trust Corporations Act (Ontario).

Les trusts d'investissement immobilier sont régis d'abord par les dispositions visant la fiducie d'investissement à participation unitaire de la Loi et en deuxième lieu, par la politique # 3-24 de la Ontario Securities Commission. Le projet original de ces politiques s'appliquait tant aux organismes d'investissement immobilier incorporés que non incorporés; mais après avoir trié l'autorité de juridiction, le gouvernement de l'Ontario a déterminé que la déclaration de politique s'appliquerait seulement aux organismes non incorporés tels que les trusts d'investissement immobilier. Les compagnies de placements hypothécaires sont supposément sujettes à l'autorité provinciale de réglementation de la seule division des sociétés de prêt et de fiducie.

A première vue donc, il semble que les compagnies de placements hypothécaires ne se trouveront pas dans l'obligation de se conformer à la déclaration de politique de l'OSC. L'épreuve réelle viendra cependant, lorsque le premier prospectus préliminaire d'une compagnie de placements hypothécaires sera déposé — il sera intéressant de constater dans quelle mesure les diverses commissions de titres provinciales pourront tenter d'exiger que l'on se conforme à la déclaration de politique. On est raisonnablement assuré en ce moment que l'OSC ne le fera pas; je soupçonne cependant, qu'il pourrait être prudent qu'une compagnie de placements hypothécaires se conforme à la déclaration de politique chaque fois que la chose est possible.

Alors qu'il y a de nombreuses différences importantes entre ce qu'une compagnie de placements hypothécaires et ce qu'un trust d'investissement immobilier peuvent faire en ce moment, je propose de m'arrêter à 3 des principales différences, nommément

1. Certaines des exigences visant l'actif
2. Effet spéculatif accru de la créance
3. Exigences minimales visant le capital

2. Exigences visant l'actif

a) Habitation

Les compagnies de placements hypothécaires sont sujettes à des exigences plus rigoureuses visant l'actif que ne le sont les trusts d'investissement immobilier, dont les deux plus importants traitent de l'habitation et des genres d'hypothèque. Je discuterai tout d'abord de l'habitation. Au minimum, les deux tiers de l'actif d'une compagnie de placements hypothécaires doivent se situer dans la propriété résidentielle alors que dans le cas d'un trust d'investissement immobilier, il serait concevable qu'il puisse investir tous ses fonds dans des hypothèques et dans l'immeuble commercial. Cette différence peut donner aux trusts d'investissement immobilier une légère avance dans la concurrence, étant donné que les prêts commerciaux ont, par tradition, produit des rendements plus élevés que les prêts résidentiels au Canada.

b) Hypothèques

Un deuxième désavantage dans le cas des compagnies de placements hypothécaires est qu'elles sont restreintes à un prêt égal au maximum, à 75% de la valeur de la propriété alors que le trust d'investissement immobilier ne l'est pas. La compagnie de placements hypothécaires peut dépasser ce maximum de 75% cependant, si l'excédent est assuré ou garanti, ou par ailleurs porte sur une hypothèque reprise sur une propriété vendue par la compagnie de placements hypothécaires. De plus, tel que la loi se lit en ce moment, une compagnie de placements hypothécaires ne peut être enregistrée aux termes de la *Loan and Trust Corporations Act* à moins que le 95% de ses hypothèques ne soient des premières hypothèques. Un trust d'investissement immobilier n'est sujet à aucune telle restriction, à moins qu'il ne désire augmenter le rapport de sa créance à l'effet spéculatif accru de 3 pour 1 à 5 pour 1. Dans ce cas, seulement 50% de la valeur aux livres de son actif total peut se situer dans des hypothèques de 75% à moins que l'excédent ne soit assuré ou garanti.

En conséquence, dans le contexte des prêts hypothécaires créateurs, les trusts d'investissement immobilier jouissent encore d'une avance concurrentielle sur les compagnies de placements hypothécaires en raison de l'élément habitation à 66 et 2/3% et des genres d'hypothèques auxquels elle est présentement astreinte.

3. Effet spéculatif accru de la créance

La différence importante suivante dont je voudrais parler, se situe dans l'effet spéculatif accru de la créance. L'emprunt d'une compagnie de placements hypothécaires est restreint à un maximum de 3 fois son capital de participation. Un trust d'investissement immobilier d'autre part, peut se prévaloir d'un rapport de 5 pour 1 en ce qui concerne la créance par rapport à la participation, à toute fin pratique.

Cette restriction de la compagnie de placements hypothécaires à un rap-

port de créance à participation de 3 pour 1 fut une décision de politique difficile pour le gouvernement fédéral, qui jugeait qu'elle était nécessaire afin de s'assurer que la compagnie en question fut un investisseur passif. Cette passivité, avec la forte composante habitation fut le principal argument qui a permis de persuader le ministère des Finances à accorder le traitement fiscal de canalisateur à la compagnie de placements hypothécaires.

4. Exigences minimales visant le capital

Un des principaux inconvénients du trust d'investissement immobilier, particulièrement en ce qui concerne tous les parrains à l'exception des plus importants, est qu'un trust d'investissement immobilier doit avoir un capital de participation minimal de 5 millions de dollars; son conseiller doit avoir une valeur nette d'au moins \$2 millions de dollars; et le conseiller doit avoir un investissement minimal en fonds placés en dépôt fiduciaire égal au plus élevé d'un million de dollars ou de 5% du capital de participation de l'émetteur. Cette exigence de l'OSC est apparemment fondée sur l'hypothèse qu'une opération importante est une opération saine. A tout événement, l'hypothèse réussira à empêcher nombre de petits parrains à adopter la voie du trust d'investissement immobilier étant donné qu'une compagnie de placements hypothécaires n'a besoin que d'un capital-actions payé intact, de \$500 000 et il n'y a aucune exigence de capital visant le conseiller.

5. Sommaire

En plus des différences significatives ci-dessus entre les compagnies de placements hypothécaires et les trusts d'investissement immobilier, il y en a quelques autres qui peuvent prendre une certaine importance selon les exigences particulières du parrain. Par exemple, nombre de parrains peuvent juger qu'il est très coûteux et trop incommode de jumeler une corporation distincte à une fiducie d'investissement à participation unitaire et d'avoir deux genres différents de titres et d'investisseur. Une compagnie de placements hypothécaires ne rencontrera pas ce problème étant donné que ses actions et ses instruments de créance seront des investissements admissibles.

En ce moment, les trusts d'investissement immobilier semblent avoir une avance concurrentielle sur les compagnies de placements hypothécaires parce qu'ils peuvent investir dans des hypothèques non résidentielles et entreprendre des formes plus évoluées de financement hypothécaire moyennant une limite plus élevée du rapport entre la créance et l'avoir propre. Les compagnies de placements hypothécaires cependant, seront plus simples à créer et à administrer et elles seront exemptes de nombre de secteurs gris de la Loi concernant les fiducies tels que la responsabilité limitée des détenteurs d'unités, la règle contre les perpétuités et les normes et les fonctions de soin des fiduciaires. Et ce qui est mieux, les compagnies de placements hypothécaires seront supposément libres de nombre de restrictions que l'OSC impose aux trusts d'investissement immobilier.

V. CONCLUSION

Tel que mentionné plus tôt, le Bill C-209 a été promulgué environ 5 semaines

avant que la Toronto Dominion Bank ait déposé son prospectus préliminaire. Je crois qu'il n'est pas injuste de dire que nombre de personnes à Ottawa étaient surprises de voir TDRI qui avait résolu le problème des investisseurs admissibles et circonvenu l'intention du gouvernement voulant que les organismes d'investissement immobilier intermédiaires fussent être principalement dirigés vers l'habitation. De plus, le rapport plus élevé de l'effet spéculatif accru de TDRI a donné l'impression que la compagnie de placements hypothécaires était en quelque sorte épuisée.

Ainsi, une importante question de politique avec laquelle Ottawa est aux prises, consiste à déterminer s'il faudrait faire en sorte que la compagnie de placements hypothécaires soit concurrentielle aux trusts d'investissement immobilier, évitant ainsi que le Bill C-209 soit mort-né. Je fais peut-être des conjectures en ce moment, mais je ne serais pas surpris si le gouvernement modifiait le Bill C-209 en réduisant l'élément résidentiel minimal de l'actif de la compagnie de placements hypothécaires, du chiffre actuel de 66 et 2/3% à 40 ou 50%. Je ne serais pas surpris non plus si le rapport de la créance à l'avoir propre d'une compagnie de placements hypothécaires était augmenté à 5 pour 1, ce qui en ferait un concurrent du trust d'investissement immobilier. On peut également anticiper que l'Ontario modifiera la Loan and Trust Corporations Act pour permettre l'enregistrement d'une compagnie de placements hypothécaires qui détient un portefeuille hypothécaire raisonnablement sûr, quoique non nécessairement astreint tel qu'il l'est actuellement aux 95% en premières hypothèques.

Si les amendements susmentionnés se faisaient, les compagnies de placements hypothécaires seraient concurrentielles et dans la plupart des cas, plus désirables que les trusts d'investissement immobilier. Par la même occasion, elles seront en mesure de capitaliser sur l'incroyable enthousiasme de l'investisseur envers les trusts d'investissement immobilier et moyennant un élément résidentiel raisonnable quoique obligatoire, elles pourront canaliser de vastes nouvelles sommes d'argent vers l'habitation, au Canada. En l'absence de ces simples modifications, nous verrons peut-être, par ci par là, une compagnie de placements hypothécaires, mais les trusts seront toujours la formule préférée et domineront le marché sans nécessairement contribuer à l'habitation. Le choix ne me semble pas très difficile.

Chapitre 12

Postface

par J. V. Poapst

Le premier février 1973, la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles fut présentée de nouveau à la chambre des Communes sous la forme du Bill C-135. Le présent chapitre donne les grandes lignes de la compagnie de placements hypothécaires projetée aux termes du nouveau Bill et en commente les caractéristiques.

I. LA COMPAGNIE DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES DU BILL C-135

Les compagnies de placements hypothécaires seraient constituées en société, au niveau fédéral ou au niveau provincial. Les compagnies fédérales seraient régies par la Loi sur les compagnies de prêts. Elles auraient ainsi tous les pouvoirs de ces compagnies et seraient assujetties à toutes les restrictions qui leur sont imposées, sauf tel qu'il est prévu autrement aux termes de la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles.¹

Les principales caractéristiques des compagnies de placements hypothécaires telles qu'elles sont prévues aux termes de la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles, s'établissent comme suit:

1. Les actionnaires s'établiraient au nombre de 100 ou plus et aucun actionnaire à lui seul ne détiendra plus de 25% des actions émises. Les fiducies régies par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices vaudrait pour 20 actionnaires; mais aux fins de déterminer la limite proportionnelle, elles constitueraient un seul actionnaire.
2. Les actionnaires privilégiés, s'il y a lieu, une fois qu'ils ont reçu leurs dividendes privilégiés, participeraient aux autres dividendes à parts égales avec les actionnaires ordinaires, une fois que ces derniers auraient reçu un montant égal aux dividendes privilégiés.
3. Une compagnie de placements hypothécaires serait une corporation canadienne et investirait dans des propriétés immobilières ou dans des prêts

¹ De plus, il faudrait que la compagnie se conforme à la Loi sur les compagnies de prêts de chaque province où elle est active.

émis sur la garantie d'une telle propriété seulement si la propriété était située au Canada.

4. Elle retirerait son revenu seulement de l'investissement passif; elle n'entreprendrait pas de commerce ni d'entreprise, y compris la gestion ou la production de propriétés immobilières.
5. Au moins 50% de son actif (valeurs comptables) seraient investis dans des hypothèques résidentielles ou seraient en comptant.
6. L'investissement dans la propriété immobilière (résidentielle ou non résidentielle) ne dépasserait pas 25% de son actif total, à l'exclusion des acquisitions découlant de la saisie en réalisation de la garantie ou d'autres remèdes.
7. Les emprunts en instance ne dépasseraient pas trois fois la différence entre la valeur comptable de son actif et son passif à moins que les hypothèques résidentielles et le comptant ne se chiffrent par au moins 66 et 2/3% de l'actif et dans ce cas, le rapport maximal serait de 5 pour 1.
8. La somme des remboursements hypothécaires attendus, des montants échéant d'autres investissements, et du crédit bancaire qu'elles peuvent obtenir par l'entremise de procédures approuvées, plus l'encaisse, équivaldrait ou excéderait la somme de tous les engagements hypothécaires de la compagnie et de ses créances en instance dont l'échéance se produirait au cours de l'année.
9. En calculant le revenu imposable pour l'année d'imposition, une compagnie de placements hypothécaires déduirait le revenu qu'elle a distribué aux actionnaires pour l'année; elle déduirait également la moitié des dividendes provenant des gains en capital qu'elle a payés et qui étaient applicables à l'année.

Il y a des différences entre la compagnie de placements hypothécaires du Bill C-209 et la compagnie de placements hypothécaires du Bill C-135. La première aurait exigé que 85% ou plus de son actif soient investis dans des propriétés immobilières, des prêts hypothécaires, des obligations du gouvernement, plus l'encaisse; 66% ou plus dans l'habitation (dans des prêts ou des valeurs, plus l'encaisse) et 40% ou plus dans des hypothèques grevant des propriétés résidentielles (plus l'encaisse). Le nouveau Bill augmenterait ainsi la proportion minimale à investir dans les hypothèques résidentielles (plus l'encaisse) de 40% à 50%, mais réduirait la proportion à investir dans l'habitation (plus l'encaisse) de 66-2/3% à 50%. Aux termes du Bill C-209, le rapport de l'effet spéculatif accru aurait été limité à 3 pour 1, même si le portefeuille d'hypothèques résidentielles et l'encaisse dépassaient 66-2/3% de son actif. Par contraste, la compagnie de prêts fédérale ordinaire

1. n'est pas restreinte à un investissement passif mais peut investir des deniers et conduire des activités connexes à titre d'agence;
2. n'est pas tenue d'investir une proportion précise de son actif dans des hypothèques résidentielles;
3. peut investir jusqu'à 5% seulement de son actif dans la propriété immobilière aux fins d'en retirer un revenu, et non 25%;
4. a un rapport maximal d'emprunt à l'avoir net de 15 pour 1, plutôt que de 3 pour 1 ou de 5 pour 1;

5. doit maintenir une réserve aux fins de liquidité en une forme précise, égale à 20% de ses engagements en dépôt;
6. n'est pas admissible au statut fiscal de canalisateur.

II. COMMENTAIRES

La compagnie de placements hypothécaires du Bill C-135 est une compagnie de prêts qui jouit du traitement fiscal de canalisateur et de la permission d'investir une plus forte proportion de son actif dans les valeurs immobilières en échange de la passivité, de l'investissement obligatoire dans des hypothèques résidentielles, d'un effet spéculatif accru moindre et des exigences plus élevés en ce qui concerne la liquidité, comparativement aux compagnies de prêts ordinaires. Jusqu'à quel point cet échange est-il approprié?

On peut s'attaquer à cette question de plusieurs points de vue, dont les trois suivants:

1. Équité de traitement par rapport aux autres intermédiaires financiers, nommément les compagnies de prêts ordinaires et les fonds mutuels ordinaires.
2. Impact sur l'offre de fonds à l'habitation.
3. À la lumière de l'organisme corporation-et-fiducie de l'Ontario, dont McLeod, Young and Weir et la Toronto Dominion Bank ont été les pionniers.

Nous restreindrons nos commentaires à ces points.

1. *Compagnies de placements hypothécaires, sociétés de prêts, et fonds mutuels à capital variable*

Considérons d'abord l'échange, du point de vue des compagnies de prêts ordinaires. Ces compagnies sont suffisamment semblables aux compagnies de placements hypothécaires pour que les deux puissent être régies par une même réglementation en vertu de la même Loi. En pratique, jusqu'aux $\frac{3}{4}$ de l'actif de la compagnie de prêts sont détenus dans des hypothèques, essentiellement des hypothèques résidentielles. Comme résultat, il y a relativement peu de négociations de leur actif. À condition qu'elles entreprennent peu de négociations d'agence, leur position en ce qui concerne l'échelle activité — passivité se rapproche passablement de celle des compagnies de placements hypothécaires. Il semble que ce soit une raison importante pour la grande différence des limites de l'effet spéculatif accru des deux genres de compagnie.

Par ailleurs, l'explication de la limite plus basse de l'effet spéculatif accru de la compagnie de placements hypothécaires pourrait se situer dans la supposition qu'un effet spéculatif accru élevé est un signe d'activité. Mais cela semble confondre activité au risque. Il est vrai que l'investisseur logique tente d'examiner les investissements à risques élevés davantage que les investissements à risques peu élevés. Par exemple, un examen minimal précède l'investissement dans les obligations d'épargne du Canada alors que l'investisseur lui-même ou un conseiller doivent mettre un certain temps à évaluer les perspectives d'actions industrielles. Ce serait sûrement étendre la simplifica-

tion du concept de traiter l'exercice d'une telle prudence comme si l'on voulait se livrer à un commerce ou à des affaires.

En présence d'un portefeuille d'investissement — par exemple, dans des hypothèques LNH — l'introduction de l'effet spéculatif accru déplace cette partie du risque vers les créanciers. Mais le fait de subir un risque en lui-même ne constitue pas une activité au sens de se livrer à un commerce ou à une entreprise. Autrement, il faudrait définir tout l'investissement qui comporte un risque comme un commerce ou une entreprise. La passivité et le canalisateur deviennent alors des concepts vides de sens. Etant donné que la différence essentielle entre un effet spéculatif accru peu élevé et un effet spéculatif accru élevé repose dans le degré du risque, ce dernier ne comporte pas davantage d'activités que le premier.

L'emploi de l'effet spéculatif accru peut être tenu pour incompatible avec la passivité, selon les caractéristiques de l'effet spéculatif accru que l'on emploie. Une concordance étroite de la répartition des échéances de l'actif et du passif, en ce qui concerne tant le principal que l'intérêt, pourrait être tenue pour passive, même s'il y a une petite marge de participation. A l'autre extrême, l'acceptation de dépôts à vue ou à court terme pourrait être tenue pour une forme d'activité si la répartition des échéances des actifs était plus dispersée. On pourrait le tenir pour une activité même si les dépôts concordent avec les prêts à vue, si le roulement des dépôts dépassait en fait le roulement des prêts. Une compagnie de prêts ordinaires pourrait éviter cette forme d'activité cependant, en ne se livrant pas à l'acceptation de dépôts.

Il est possible que la limite du bas effet spéculatif accru de la compagnie de placements hypothécaires soit là pour protéger les compagnies de prêts ordinaires de la concurrence injuste d'un établissement auquel le statut fiscal de canalisateur est accordé. Les besoins d'une telle protection proviendraient présument de la similarité des deux établissements; c'est-à-dire l'activité de la compagnie de prêts ordinaires est tellement limitée particulièrement si elle ne fait pas de commerce d'agence ou encore de commerce de dépôts, il faut que cet effet spéculatif accru soit maintenu bien en deçà de 15 pour 1. Une autre méthode consisterait à reconnaître la presque-passivité des compagnies de prêts et d'établir des conditions qui facilitent leur transition au statut passif si elles optaient de le faire. Cela signifierait qu'il y aurait des limites d'effet spéculatif accru jusqu'à 15 pour 1.

La comparaison de cette compagnie à une autre corporation de placements qui jouit du statut fiscal de canalisateur fait ressortir d'autres considérations fondamentales au sujet de la compagnie de placements hypothécaires. Les corporations de fonds mutuels à capital variable qui investissent essentiellement dans des actions de société, n'ont pas recours à l'effet spéculatif accru et jouissent du statut fiscal de canalisateur. Elles jouissent d'un statut complet de canalisateur en ce qui concerne le revenu-dividende des corporations canadiennes imposables, et les gains de capital. Elles sont admissibles à recevoir jusqu'à 25% de leur revenu brut sous forme d'intérêt et de loyer mais sont assujetties à un impôt de 25% non remboursable sur ces montants.

Un argument en faveur du statut fiscal de canalisateur en ce qui concerne les fonds mutuels est que ceux-ci investissent fortement dans des actions

de compagnies qui elles-même paient un impôt. Taxer le revenu-dividende au niveau du fonds assujettirait immédiatement ce dernier à une imposition à trois niveaux lorsque le revenu atteint les actionnaires imposables du fonds. Le revenu d'une compagnie de placements hypothécaires ne serait pas sujet à un impôt préalable. Est-il équitable alors de leur accorder le statut de canalisateur? Il faudrait faire ressortir trois aspects. D'abord, les compagnies de placements hypothécaires useraient d'un effet spéculatif accru considérable alors que les fonds mutuels ne le font pas. Comme résultat, la marge de profits des compagnies de placements hypothécaires sur le revenu découlant de leur investissement, après avoir déduit l'intérêt et les autres dépenses, est de beaucoup inférieure à celle des fonds mutuels. Plus l'effet spéculatif accru permis est élevé et plus il est à la portée de la compagnie de placements hypothécaires, moindre est cette marge. La restriction qui est imposée sur l'effet spéculatif accru le serait présumément pour protéger les compagnies presque passives, augmentant ainsi l'importance de la question de la participation en ce qui concerne les fonds mutuels.

Deuxièmement, on ne tient pas compte du revenu net produit par le fonds mutuel lui-même — c'est-à-dire le revenu net découlant des réclamations soumises qui auraient l'importance, le terme et la liquidité appropriés, aussi bien que le choix et la diversification des actifs après avoir déduit les dépenses. S'il n'y avait pas de revenu net créé par l'exploitation du fonds, il n'aurait pas de clients. Les investisseurs placeraient leurs fonds directement. Les bénéfices ne peuvent pas être délinéés mais en fait ils sont distribués aux actionnaires sans impôt préalable. Si la production d'un tel revenu net est présumée passive, est-il déraisonnable de tenir pour passive la production d'un tel revenu net par le moyen d'investissements dans des hypothèques et des propriétés immobilières?

Troisièmement, et probablement le plus important, les impôts ne sont pas nécessairement subis entièrement par les entités sur lesquelles ils sont imposés. A des degrés divers, l'impôt est déplacé; le degré de ce déplacement dépend du pouvoir marchand des participants sur le marché en cause. Ainsi, dans les marchés caractérisés par nombre de consommateurs et quelques corporations importantes seulement, les impôts sur les bénéfices de la société sont partiellement déplacés au consommateur par l'entremise de prix plus élevés. Et c'est dans les actions des corporations importantes que les fonds mutuels concentrent une grosse partie de leurs placements.

Le statut de canalisateur en ce qui concerne la compagnie de placements hypothécaires signifierait que le revenu provenant de l'intérêt et des loyers ne serait pas taxé au niveau de la compagnie. Un revenu semblable provenant d'un fonds mutuel serait sujet à un impôt non remboursable de 25%. Un traitement fiscal équitable, dans le cas d'une compagnie de placements hypothécaires, exigerait l'enlèvement de cet impôt.

Qu'arriverait-il alors en ce qui concerne l'équité fiscale vis-à-vis des autres établissements qui gagnent de l'intérêt? Si le prêt hypothécaire peut être distingué de l'investissement hypothécaire pour rendre ce dernier passif, est-ce que le même principe ne peut pas être appliqué, disons, aux compagnies de prêts de consommateurs? On a suggéré plus tôt que les niveaux d'effet spéculatif accru et de risques ne sont pas des critères appropriés pour déter-

miner la passivité. Si ces établissements ne reçoivent pas un traitement comparable, c'est à ce point là que l'argument en faveur du traitement fiscal des compagnies de placements hypothécaires doit retomber sur le fait qu'elles "font quelque chose pour l'habitation".

2. Compagnies de placements hypothécaires et le financement de l'habitation

Qu'est-ce que la compagnie de placements hypothécaires fera pour l'approvisionnement de fonds à l'habitation? Cela dépend d'abord de ce que la compagnie peut entrer en concurrence pour obtenir une part de l'approvisionnement limité de l'épargne. La création de nouveaux intermédiaires financiers jouissant du traitement fiscal de canalisateur pourrait avoir un certain effet sur l'approvisionnement domestique total de l'épargne, mais au meilleur, cet effet serait faible. Tout impact significatif prendrait la forme d'une nouvelle orientation du mouvement de l'épargne. L'effet sur le financement à l'habitation dépend également de la propension de la compagnie à fournir des fonds à cette fin, comparativement à celui des institutions et des autres investisseurs qui placeraient des fonds, en l'absence des compagnies de placements hypothécaires.

Les compagnies de placements hypothécaires seraient tenues d'investir 50% de leur actif dans les hypothèques résidentielles (et en comptant) et 66 et 2/3%, si elles voulaient jouir d'un rapport d'effet spéculatif accru variant de 3 pour 1 à 5 pour 1. Si les fonds qu'elles mobilisent étaient placés par ailleurs dans des débentures de compagnies de prêts ordinaires ou dans un trust d'investissement immobilier orienté vers l'habitation, il en résulterait un effet relativement petit (positif ou négatif) sur l'approvisionnement de fonds hypothécaires à l'habitation. Et si les fonds s'étaient acheminés vers des dépôts en banque ou des actions de fonds mutuels, l'effet serait grand pour chaque dollar d'épargne redirigé.

Deux points significatifs d'impact seraient les caisses de retraite gérées en fidéicommiss et l'épargne que les investisseurs particuliers placeraient directement ou indirectement dans les actions et les obligations. Le traitement fiscal de canalisateur de la compagnie de placements hypothécaires, son effet spéculatif accru, les rendements sur l'actif hypothécaire sous-jacent par rapport à leur garantie et la possibilité d'appréciation modérée du capital à long terme sur les investissements de participation dans l'immeuble seraient attrayants aux caisses de retraite qui ne sont pas disposées à s'engager directement dans l'investissement hypothécaire et immobilier. Les mêmes caractéristiques devraient plaire à nombre de particuliers qui jouissent de petits patrimoines et qui sont exclus de l'investissement en portefeuille dans un mélange d'hypothèques et d'immeubles, faute d'expertise et en raison du capital limité.

Les compagnies de placements hypothécaires réduiraient-elles l'instabilité de l'offre de fonds à l'habitation? On conçoit qu'elles pourraient le faire d'une de deux manières. La première serait par le rajout aux sources de financement à l'habitation, une source qui est au-dessus de la moyenne dans sa stabilité. La seconde se ferait par une offre de fonds qui peuvent être investis et dont les fluctuations diffèrent, par leur opportunité, des sources existantes.

La première condition pourrait se produire si les sources d'épargne auxquelles les compagnies de placements hypothécaires auraient accès étaient elles-mêmes relativement stables et que les compagnies de placements hypothécaires trouvaient qu'il était avantageux de se prévaloir de ces sources à un taux relativement uniforme. Des sources telles que les caisses de retraite gérées en fidéicomis et un nombre croissant de petits patrimoines pourraient constituer une source relativement stable d'épargne. Mais reste à savoir si on pourrait s'en prévaloir à un taux relativement stable.

La dispersion entre les taux d'intérêt des hypothèques et des débetures change et présumément, la gestion des compagnies de placements hypothécaires se ferait de manière à maximiser l'écart. Dans la mesure que les déplacements des taux hypothécaires traînent systématiquement derrière les mouvements des taux des débetures, la dispersion augmente lorsque ces derniers augmentent et diminuent lorsque ces derniers baissent. Cela découragera le financement et l'investissement d'une compagnie de placements hypothécaires pourraient tenter de faire des réserves, en finançant certaines de celle-ci, qui est généralement le moment où les approbations de prêts hypothécaires tendent à diminuer. Dans la mesure où les compagnies de placements hypothécaires doivent émettre leurs titres à long terme avant qu'elles puissent les engager, elles seront encouragées à mobiliser des fonds avant d'atteindre la pointe des taux hypothécaires. Si elles réussissent, elles augmentent l'offre de fonds à un moment où ceux-ci sont en rareté. Aussi, lorsque les taux sont élevés et que des prêts de bonne qualité sont disponibles parce que les autres établissements ont ralenti leurs activités, les compagnies de placements hypothécaires pourraient tenter de faire des réserves, en finançant certaines de leurs acquisitions au moyen d'un financement à terme relativement court. Il doit sûrement y avoir une limite au domaine d'application ou à la rentabilité de ces activités.

Il ne faut pas perdre de vue le fait que l'instabilité dans l'apport de fonds hypothécaires n'est pas attribuable uniquement au côté de l'offre du marché. La demande de fonds à l'habitation serait plus élastique à cause du taux d'intérêt de la demande de fonds pour des fins importantes qui ne se situent pas dans l'habitation. A mesure que le taux d'intérêt augmente, si les emprunteurs sur hypothèque résidentielle ne sont pas disposés à payer des taux plus élevés, les prêteurs redirigeront naturellement leurs fonds vers des emprunteurs qui le sont. On peut s'attendre que les compagnies de placements hypothécaires feront de même lorsqu'une proportion supérieure à leur proportion minimale d'actif est investie dans les hypothèques résidentielles.

3. Compagnies de placements hypothécaires par opposition aux trusts d'investissement immobilier

Notre dernière question porte sur le besoin de compagnies de placements hypothécaires en présence d'une plus forte combinaison d'organismes corporations-et-fiducies en Ontario comme TDRI-TD Realty Investments ou avec la perspective de ceux-ci. La compagnie de placements hypothécaires fut conçue comme un organisme de financement immobilier orienté vers l'habitation, avec un statut de canalisateur comparable à celui du trust mais sans les désavantages du trust. Comme le docteur Peterson le déclare au

chapitre 6, “nous recommandons que la formule de la société d’investissement immobilier soit fondée non pas sur des questions d’importance fondamentale mais sur la facilité administrative et la certitude plus déployées d’une société d’investissement immobilier dans des questions telles que la responsabilité limitée, la durée, la facilité de création et d’exploitation, tout en étant mieux connue généralement du public canadien.” Cet écrit a paru avant l’apparition de TDRI-TD Realty Investments, qui illustre comment ces problèmes ne sont pas insurmontables, au moins lorsque le conseiller et le souscripteur sont une banque importante et un négociant important en placements.

Les compagnies de placements hypothécaires différeraient autrement des formules corporations-et-fiducies de l’Ontario, y compris les exigences visant la répartition de l’actif, l’effet spéculatif accru et les exigences visant le capital minimal. Les exigences voulant que la compagnie de placements hypothécaires détienne au moins 50% et même les 2/3 ou plus de son actif en hypothèques résidentielles (en comptant) et au plus 25% de son actif en propriétés immobilières, sont représentatives réellement qu’on veut faire quelque chose pour l’habitation. A la suite de la réforme fiscale, qui a retiré la possibilité d’abriter d’autres revenus par l’indemnité des frais de première instance pour la propriété locative, qui a exigé que chaque propriété dépréciable valant \$50 000 ou plus soit traitée comme une catégorie distincte aux fins de l’indemnité des frais de première instance, et qui a introduit un impôt sur les gains de capital, on peut comprendre qu’on veuille réellement voir que quelque chose se fait pour l’habitation. Ces changements s’appliquent cependant, à la propriété non résidentielle aussi bien qu’à la propriété résidentielle. Malheureusement, si les restrictions sont inhibitives, elles réduiront l’efficacité de la compagnie de placements hypothécaires comme répartitrice de ressources dans son domaine de placements. La possibilité d’améliorer davantage le marché de capitaux en général est peine perdue. De plus, la formule peut être moins attrayante aux investisseurs. Ce sont là les raisons pour lesquelles on n’a inclus aucune exigence visant le financement de l’habitation dans les caractéristiques projetées de la société d’investissement immobilier canadienne, au chapitre 10.

On a prétendu plus tôt dans le chapitre, que l’effet spéculatif accru élevé est conséquent de la passivité. Il est nécessaire de limiter l’effet spéculatif accru pour protéger la solvabilité. Cela suggère des maximums qui varient avec le risque du portefeuille. On pourrait permettre, en partant de ce principe, que les portefeuilles qui sont lourdement chargés d’hypothèques assurées (LNH ou non LNH), se prévalent d’un effet spéculatif accru plus élevé que d’autres portefeuilles. Une telle disposition pourrait conduire, ou non, à des portefeuilles contenant essentiellement des hypothèques résidentielles. Mais dans l’affirmative, il proviendrait du rapport entre le risque et le rendement qui existe sur le marché, plutôt que des limites établies tout simplement pour “accomplir quelque chose à l’endroit de l’habitation”, à condition, il va sans dire, que les limites de l’effet spéculatif accru se rapportant aux risques aient été établies avec soin. Les limites se rapportant aux risques pourraient s’appliquer aux deux genres de formules.

Les exigences minimales visant le capital de la compagnie de placements hypothécaires établissent le chiffre de \$500 000, sans qu'un minimum ne soit imposé pour le conseiller. Pour ce qui est de la formule corporation-et-fiducie, l'exigence minimale visant le capital en ce qui concerne la fiducie est de 5 millions de dollars, et pour son conseiller, 2 millions de dollars. Ainsi, la compagnie de placements hypothécaires se situerait dans les limites du pouvoir financier de parrains et de conseillers compétents qui n'ont pas encore le capital requis pour constituer un trust d'investissement immobilier.²

Sommairement, au point où en sont les choses, la compagnie de placements hypothécaires sera plus utile lorsque les investisseurs donneront une importance à la différence des propriétés légales des deux formules, lorsque le capital initial du fonds est petit, lorsque le conseiller a peu de capital et lorsque les contraintes sur la politique d'investissement ne sont pas inhibitives. En ce qui concerne les fonds importants, on pourrait préférer une plus grande simplicité légale et administrative pour la compagnie de placements hypothécaires. Mais si les contraintes des investissements de la compagnie de placements hypothécaires sont tenues pour potentiellement inhibitives, on choisira vraisemblablement la combinaison corporation-et-fiducie.

Les compagnies de placements hypothécaires comme les trusts d'investissement immobilier sont nouveaux. On a adopté une attitude circonspecte dans leur introduction. A mesure que l'expérience s'accumulera à l'endroit des nouvelles formules, on pourra apporter des révisions à la Loi. Une possibilité de changement est la limite supérieure de l'effet spéculatif accru. Une autre se situe dans les contraintes sur la répartition de l'actif de la compagnie de placements hypothécaires. Il ne serait pas surprenant, peut-être, que l'exercice de l'art du possible qui a conduit à la formation d'une équipe de projet sur le financement à l'habitation, conduise également à une mesure qui, *ostensiblement*, serait orientée vers l'habitation. Il viendra peut-être un temps où l'on voudra "faire quelque chose" pour le financement des petits commerces, ou le financement du consommateur, et l'exercice de l'art du possible conduira à une étude de l'effet des limites d'investissement sur les compagnies de placements hypothécaires. Dans un pays où le capital est rare, on a bien confiance que ce temps n'est pas loin.

² Sous réserve des limites minimales de capital applicables à une compagnie de prêts telles qu'elles sont imposées par la province.

Annexe A

Documentation

par E. Sussman et son personnel

Annexe A

Liste des Tableaux

- A-1** Mises en chantier et parachèvements d'unités de logement, 1950-1971.
- A-2** Dépenses en construction, nouveaux logements, suivant la source de financement, 1950-1971.
- A-3** Répartition en pourcentages des dépenses de construction, nouveaux logements, suivant la source de financement, 1950-1971.
- A-4** Prêts hypothécaires en instance des organismes gouvernementaux, des institutions prêteuses et d'autres investisseurs, 1970-1971.
- A-5** Encours des obligations, 1952-1971.
- A-6** Prêts hypothécaires en instance d'institutions prêteuses et de régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-7** Actifs globaux des institutions prêteuses et des régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-8** Prêts hypothécaires en instance, comme pourcentage des actifs globaux des institutions prêteuses et des régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-9** Prêts hypothécaires en instance et actifs globaux de 11 sociétés de fiducie et de 8 sociétés de prêt, par raison sociale, 1970.
- A-10** Prêts hypothécaires consentis par les prêteurs agréés et par la SCHL, aux termes des lois sur l'habitation, 1935-1971.
- A-11** Prêts hypothécaires consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, à l'égard de nouveaux logements, 1950-1971.
- A-12** Prêts hypothécaires consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, à l'égard de logements existants 1950-1971.
- A-13** Prêts hypothécaires à l'habitation consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, 1950-1971.
- A-14** Prêts hypothécaires à l'habitation consentis par les institutions prêteuses et par la SCHL, et nouvelles émissions d'obligations et d'actions, en dollars canadiens, 1952-1971.
- A-15** Répartition en pourcentages des prêts hypothécaires à l'habitation consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, et nouvelles émissions d'obligations et d'actions, en dollars canadiens, 1952-1971.
- A-16** Rendement des créances hypothécaires et des obligations et marges de rendement sur les obligations du Canada à long terme, 1951-1971.

- A-17* Rendement des créances hypothécaires et des obligations et marges de rendement sur les obligations du Canada à long terme, 1965-1971.
- A-18* Taux d'intérêt moyens sur les prêts aux termes de la LNH consentis sur les nouvelles constructions pour les propriétaires occupants, par les prêteurs agréés et par la SCHL, par l'entremise de ses bureaux régionaux et de ses bureaux locaux à Montréal et Toronto, mensuel, 1970-71.
- A-19* Ventes de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH et encours des prêts hypothécaires assurés aux termes de la LNH, 1954-71.
- A-20* Ventes et achats de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, par genre de négociateur, 1954-1971.
- A-21* Répartition des transactions en créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, par genre de négociateur, 1971.
- A-22* Offres et montants, prix et rendements sur les ventes de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, au cours des enchères de la SCHL, 1961-1965.
- A-23* Répartition des créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, au cours des enchères de la SCHL, 1961-1965.
- A-24* Conditions de l'hypothèque aux termes de la législation sur l'habitation, prêts conjoints et prêts assurés, 1935-1971.

Tableau A-1

MISES EN CHANTIER ET PARACHÈVEMENTS D'UNITÉS DE LOGEMENT,
1950-71

	<i>Mises en chantier</i>	<i>Parachèvements</i>
1950	92,531	89,015
51	68,579	81,310
52	83,246	73,087
53	102,409	96,839
54	113,527	101,965
55	138,276	127,929
56	127,311	135,700
57	122,340	117,283
58	164,632	146,686
59	141,345	145,671
1960	108,858	123,757
61	125,577	115,608
62	130,095	126,682
63	148,624	128,191
64	165,658	150,963
65	166,565	153,037
66	134,474	162,192
67	164,123	149,242
68	196,878	170,993
69	210,415	195,826
1970	190,528	175,827
71	233,653	201,232

Référence: SCHL.

Tableau A-2

DÉPENSES DE CONSTRUCTION, NOUVEAUX LOGEMENTS,
SUIVANT LA SOURCE DE FINANCEMENT, 1950-1971

(en millions de dollars)

	Fonds publics aux termes de la loi fédérale				Fonds institutionnels			Autres fonds		
	dépenses directes	prêts SCHL	autres prêts	total	LNH	non LNH	total	mise de fonds de propriété	autres	total
1951	43.1	86.5	9.8	139.4	130.0	58.1	188.1	225.1	229.5	782.1
52	52.9	64.2	7.4	124.5	125.2	67.4	192.6	284.0	279.2	880.3
53	39.5	100.7	9.0	149.2	173.0	86.7	259.7	361.4	397.7	1,168.0
54	18.5	86.3	8.5	113.3	338.7	120.9	459.6	292.2	445.1	1,310.2
55	25.7	23.3	9.9	58.9	563.3	197.9	761.2	312.8	542.2	1,675.1
56	30.8	16.3	8.9	56.0	564.1	254.8	818.9	344.9	465.2	1,685.0
57	40.0	59.8	8.8	108.6	286.1	256.6	542.7	218.0	624.1	1,493.4
58	41.1	334.5	8.5	384.1	447.6	275.9	723.5	282.8	519.5	1,909.9
59	31.7	309.1	8.0	348.8	410.1	338.5	743.6	382.8	365.1	1,831.3
1960	28.6	271.3	7.9	307.8	180.6	299.6	480.2	266.4	438.5	1,492.9
61	19.9	275.2	3.8	298.9	382.6	247.0	629.6	227.9	312.9	1,469.3
62	23.0	192.3	7.8	223.1	375.8	388.7	764.5	310.6	235.6	1,533.8
63	28.5	143.2	9.3	181.0	335.5	543.8	879.3	243.7	324.5	1,628.5
64	17.8	302.8	11.8	332.4	294.9	688.3	983.2	264.1	392.1	1,971.8
65	14.3	336.4	15.2	365.9	301.9	792.9	1,094.8	308.9	408.1	2,177.7
66	24.8	479.5	10.3	514.6	198.5	617.9	816.4	455.6	363.7	2,150.3
67	25.0	770.0	11.7	806.7	239.2	576.5	815.7	427.7	296.8	2,346.9
68	33.5	399.4	10.0	442.9	709.4	820.3	1,529.7	550.0	248.3	2,770.9
69	60.7	409.1	35.7	505.5	680.3	1021.7	1,702.0	556.3	575.1	3,338.9
1970	28.5	567.1	29.4	625.0	686.2	542.7	1,228.9	714.7	868.7	3,437.3
71	30.9	722.4	19.3	772.6	1360.6	714.3	2,074.9	891.4	638.6	4,377.5

Description: Les coûts globaux comprennent les coûts de construction, les coûts supplémentaires, et le coût du terrain. La rubrique "Mise de fonds de propriétaire" comprend les déboursés faits par les propriétaires ou les constructeurs sur les logements financés par des prêts venant de fonds publics ou de prêteurs agréés. Les déboursés sur les habitations financées par des prêts hypothécaires consentis par des prêteurs autres que les institutions prêteuses, ou financées par des prêts autres qu'hypothécaires, de même que les déboursés sur les logements financés entièrement par les propriétaires sont inclus dans la rubrique "Autres fonds". Cette même section comprend les prêts et subventions consentis par les gouvernements provinciaux et municipaux pour la construction de nouveaux logements. Sous le titre "Fonds publics", la rubrique "Dépenses directes" indique les déboursés pour la construction résidentielle entreprise par des ministères fédéraux pour leurs employés. La rubrique "Prêts SCHL" comprend les prêts consentis en vertu de l'article 40 pour compléter les prêts consentis par des prêteurs particuliers, les prêts pour le logement des citoyens à revenus modiques dans les programmes des sociétés à but non lucratif ou à dividendes limités, ainsi que les prêts consentis à des sociétés provinciales d'habitation. La rubrique "Autres prêts" représente les prêts consentis à même les fonds publics y inclus les prêts accordés en vertu de la Loi sur le crédit agricole et la Loi sur les terres destinées aux anciens combattants.

Tableau A-3

RÉPARTITION EN POURCENTAGES DES DÉPENSES DE CONSTRUCTION,
NOUVEAUX LOGEMENTS, SUIVANT LA SOURCE DE FINANCEMENT,
1950-1971

	<i>Fonds publics aux termes de la loi fédérale</i>				<i>Fonds institutionnels</i>			<i>Autres fonds</i>		
	<i>dépenses directes</i>	<i>prêts SCHL</i>	<i>autres prêts</i>	<i>total</i>	<i>LNH</i>	<i>non LNH</i>	<i>total</i>	<i>mise de fonds de proprié- taire</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>
1951	5.5	11.1	1.3	16.6	16.4	7.4	24.0	28.8	29.3	100.0
52	6.0	7.3	0.8	14.1	14.2	7.7	21.9	32.3	31.7	100.0
53	3.4	8.6	0.8	12.8	14.8	7.4	22.2	30.9	34.1	100.0
54	1.4	6.6	0.6	8.6	25.9	9.2	35.1	22.3	34.0	100.0
55	1.5	1.4	0.6	3.5	33.6	11.8	45.4	18.7	32.4	100.0
56	1.8	1.0	0.5	3.3	33.5	15.1	48.6	20.5	27.6	100.0
57	2.7	4.0	0.6	7.3	19.2	17.1	36.3	14.6	41.8	100.0
58	2.2	17.5	0.5	20.1	23.4	14.4	37.8	14.8	27.2	100.0
59	1.7	16.9	0.4	19.0	22.4	18.2	40.6	20.9	19.5	100.0
1960	1.9	18.2	0.5	20.6	12.1	20.1	32.2	17.8	29.4	100.0
61	1.4	18.7	0.3	20.4	26.0	16.8	43.8	15.5	21.3	100.0
62	1.5	12.5	0.5	14.5	24.5	25.3	49.8	20.3	15.4	100.0
63	1.8	8.8	0.6	11.2	20.6	33.3	53.9	15.0	19.9	100.0
64	0.9	15.4	0.6	16.9	15.0	34.9	49.9	13.3	19.9	100.0
65	0.7	15.4	0.7	16.8	13.9	36.4	50.3	14.2	18.7	100.0
66	1.2	22.3	0.5	24.0	9.2	28.7	37.9	21.2	16.9	100.0
67	1.1	32.8	0.5	34.4	10.2	24.6	34.8	18.2	12.6	100.0
68	1.2	14.4	0.4	16.0	25.6	29.6	55.2	19.8	9.0	100.0
69	1.8	12.3	1.1	15.2	20.4	30.6	51.0	16.6	17.2	100.0
1970	0.8	16.5	0.9	18.2	20.0	15.8	35.8	20.8	25.2	100.0
71	0.7	16.5	0.4	17.6	31.1	16.3	47.4	20.4	14.6	100.0

Tableau A-4

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE DES ORGANISMES
GOUVERNEMENT, DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET D'AUTRES
INVESTISSEURS, 1950-1971

	<i>Gouvernements</i>	<i>Institutions prêteuses</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>
1950	459	1303	1368	3130
51	595	1520	1666	3781
52	674	1693	1914	4281
53	768	1936	1725	4429
54	850	2348	1904	5102
55	868	3025	2387	6280
56	893	3723	3394	8010
57	973	4112	3321	8406
58	1337	4657	3334	9323
59	1681	5234	3241	10156
1960	1995	5650	3704	11349
61	2229	6219	5095	13543
62	2410	7041	5325	14776
63	2531	7911	5789	16231
64	2823	9091	6278	17703
65	3222	10502	6992	20716
66	3879	11454	7655	22988
67	4769	12282	8632	25683
68	5267	13447	8226	26940
69	5497	14930	8810	29237
1970	6171	16216	8910	31297
71	7038	* *		

Sources: Compilations et chiffres estimatifs de la SCHL.

Tableau A-5

ENCOURS DES OBLIGATIONS, 1952-1971

	Obligations des municipalités	Obligations des sociétés et "autres"	Obligations des provinces	Obligations du gouv. du Canada	Total
1952	1,547	3,406	3,292	15,186	23,431
53	1,729	3,780	3,567	15,637	24,713
54	1,969	4,263	3,863	15,466	25,561
55	2,203	4,611	4,073	16,000	26,887
56	2,427	5,410	4,616	15,234	27,687
57	2,710	6,379	5,169	15,165	29,423
58	3,063	6,964	5,786	16,416	32,229
59	3,370	7,093	6,366	17,135	33,964
1960	3,740	7,511	6,855	17,747	35,853
61	4,058	7,441	8,211	18,636	38,346
62	4,363	7,991	9,051	19,448	40,853
63	4,723	8,564	10,240	20,276	43,803
64	5,109	9,411	11,182	20,733	46,435
65	5,398	10,793	11,946	20,681	48,818
66	5,772	11,870	13,534	21,111	52,287
67	6,115	12,860	15,634	22,011	56,620
68	6,366	13,790	17,621	23,556	61,333
69	6,644	14,822	19,676	23,902	65,044
1970	6,946	16,302	21,736	25,746	70,730
71	7,221	18,135	23,931	28,277	77,564

Description: Volume total des obligations en instance, en devises canadiennes ou étrangères, selon les calculs de la Banque du Canada. Tiré de divers numéros du Bulletin des statistiques de la Banque du Canada.

Tableau A-6

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE D'INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DE RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

(en millions de dollars)

	Institutions prêteuses					régimes fiduciaires		total
	compagnies d'assurance-vie	banques à charte	société de fiducie	sociétés de prêt	autres	total de pension		
1950	901	—	113	265	24	1,303	—	1,303
51	1,077	—	128	289	26	1,520	—	1,520
52	1,214	—	136	314	29	1,693	—	1,693
53	1,402	—	149	352	33	1,936	—	1,936
54	1,658	74	178	396	42	2,348	—	2,348
55	2,016	294	228	444	43	3,025	—	3,025
56	2,408	493	268	497	57	3,723	120	3,843
57	2,660	586	275	521	70	4,112	179	4,291
58	2,875	790	343	569	80	4,657	231	4,888
59	3,140	968	409	629	88	5,234	279	5,513
1960	3,412	971	472	698	97	5,650	299	5,949
61	3,710	953	622	815	119	6,219	341	6,560
62	4,142	921	845	989	144	7,041	414	7,455
63	4,560	885	1,103	1,188	175	7,911	479	8,390
64	5,094	846	1,449	1,492	210	9,091	542	9,633
65	5,662	810	1,927	1,827	276	10,502	623	11,125
66	6,248	778	2,169	1,949	310	11,454	676	12,130
67	6,636	840	2,414	2,073	319	12,282	724	13,006
68	7,107	1,043	2,727	2,235	335	13,447	776	14,237
69	7,490	1,325	3,264	2,508	343	14,930	863	15,773
1970	7,675	1,457	3,829	2,868	387	16,216	1,022	17,238
71	7,771 ^e	2,304	4,463 ^e	3,142 ^e	400 ^e	18,080	1,194 ^e	19,274

Description: Le total des prêts hypothécaires détenus par divers prêteurs, selon les estimations de la SCHL dans ses relevés annuels. Les chiffres comprennent les prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation, les prêts hypothécaires non LNH ainsi que les prêts hypothécaires garantis par des immeubles non-résidentiels.

Tableau A-7

ACTIFS GLOBAUX DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DES
RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

(en millions de dollars)

<i>Institutions prêteuses</i>								
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>société de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>	<i>régimes fiduciaires de pension</i>	<i>total</i>
1950	3,972	9,443	424	405	310	14,554	—	14,554
51	4,223	9,458	446	423	318	14,868	—	14,868
52	4,497	10,128	466	446	336	15,873	—	15,873
53	4,889	10,656	474	464	350	16,833	—	16,833
54	5,180	11,433	624	532	370	18,139	—	18,139
55	5,642	12,690	706	598	392	20,028	—	20,028
56	6,035	13,408	740	644	414	21,241	2,000	23,241
57	6,544	14,244	772	694	430	22,684	2,460	25,144
58	7,066	15,840	954	771	463	25,094	2,791	27,885
59	7,491	15,784	1,058	844	464	25,641	3,200	28,841
1960	8,040	16,917	1,302	914	495	27,668	3,583	31,251
61	8,660	19,153	1,585	1,090	526	31,014	4,036	35,050
62	9,381	20,272	1,894	1,300	548	33,395	4,530	37,925
63	10,188	22,094	2,321	1,544	583	36,730	5,127	41,857
64	10,893	23,872	2,860	1,936	626	40,187	5,766	45,953
65	11,699	25,875	3,439	2,426	676	44,115	6,541	50,656
66	12,358	27,773	3,923	2,570	701	47,325	7,250	54,575
67	13,121	31,649	4,353	2,772	757	52,652	8,068	60,720
68	13,841	36,699	4,980	2,978	839	59,337	8,972	68,309
69	14,461	42,578	5,771	3,292	787	66,889	10,003	76,892
1970	15,218	47,307	6,564	3,778	857	73,724	11,059	84,783
71	15,978	54,428	7,401	4,191	930	82,928	12,200	95,128

Source: Compilé par la SCHL à partir de diverses sources.

Tableau A-8

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE, COMME POURCENTAGE DES
ACTIFS GLOBAUX DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DES RÉGIMES
FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

<i>Institutions prêteuses</i>								
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>société de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>	<i>régimes fiduciaires de pension</i>	<i>total</i>
1950	22.7	—	26.7	65.4	7.7	9.0	—	8.9
51	25.5	—	28.7	68.3	8.2	10.2	—	10.2
52	27.0	—	29.2	70.4	8.6	10.7	—	10.7
53	28.7	—	31.4	75.9	9.4	11.5	—	11.5
54	32.0	0.7	28.5	74.4	11.4	12.9	—	12.9
55	35.7	2.3	32.3	74.3	11.0	15.1	—	15.1
56	39.9	3.7	36.2	77.2	13.8	17.5	6.0	16.5
57	40.7	4.1	35.6	75.1	16.3	18.1	7.3	17.1
58	40.7	4.9	40.0	73.8	17.3	18.6	8.3	17.5
59	41.9	6.1	38.6	74.5	19.0	20.4	8.7	19.1
1960	42.4	5.7	36.3	76.4	19.6	20.4	8.3	19.0
61	42.8	4.9	39.2	74.8	22.6	20.0	8.5	18.7
62	44.1	4.5	44.6	76.1	26.3	21.1	9.1	19.7
63	44.8	4.0	47.5	76.9	30.0	21.5	9.3	20.0
64	46.8	3.5	50.6	77.1	33.6	22.6	9.4	21.0
65	48.4	3.1	56.0	75.3	40.8	23.8	9.5	22.0
66	50.7	2.8	55.3	75.8	44.2	24.2	9.3	22.2
67	50.9	2.7	55.5	74.8	42.1	23.3	9.0	21.4
68	51.4	2.9	54.7	75.1	39.9	22.7	8.7	20.8
69	51.8	3.1	56.6	76.2	43.6	22.3	8.6	20.5
1970	50.4	3.1	58.3	75.9	45.2	22.0	9.2	20.3
71	48.6	4.2	60.3	75.0	43.0	21.8	9.8	20.3

Tableau A-9

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE ET ACTIFS GLOBAUX
DE 11 SOCIÉTÉS DE FIDUCIE ET DE
8 SOCIÉTÉS DE PRÊT, PAR RAISON SOCIALE, 1970

<i>Institution prêteuse</i>	<i>Hypothèques (millions de dollars)</i>	<i>Actifs globaux (millions de dollars)</i>	<i>Hypothèques en pourcentage des actifs globaux</i>
Sociétés de fiducie			
1. Royal	650	1,417	46.0%
2. Canada Permanent	493	683	72.2
3. Guaranty	417	653	64.0
4. National	280	558	50.2
5. Montreal	210	496	42.3
6. Victoria and Grey	350	444	79.0
7. Canada	359	467	77.0
8. Waterloo Trust and Savings	107	192	55.7
9. Crown	78	113	69.0
10. Sterling	44	56	78.6
11. Industrial Mortgage	14	23	70.0
11 Sociétés	3,002	5,102	59.0
Sociétés de prêt			
1. Canada Permanent Mortgage	609	775	78.6
2. Huron and Erie Mortgage	523	710	73.7
3. Credit Foncier Franco-Canadien	217	258	84.1
4. Kinross Mortgage	291	303	96.0
5. Royal Trust Mortgage	171	203	56.4
6. Eastern Canada Savings and Loan	155	173	89.6
7. Nova Scotia Savings and Loan	79	86	92.0
8. Lambton Loan and Investment	32	39	82.1
8 Sociétés	2,077	2,547	81.5

Source: Compilé par la SCHL.

Tableau A-10

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS¹ PAR LES PRÊTEURS AGRÉÉS ET
PAR LA SCHL, AUX TERMES DES LOIS SUR L'HABITATION, 1935-1971

	Millions de dollars			Pourcentages du total	
	prêteurs agrés	SCHL	total	prêteurs agrés	SCHL
LDH ²					
1935-1938	19,619	—	19,619	100.00	—
LNH, 1938					
1938-1945	67,519	—	67,519	100.00	—
LNH, 1944					
1945	22,511	—	22,511	100.00	—
46	37,628	18,323	55,951	67.25	32.75
47	52,120	11,100	53,230	97.91	2.09
48	96,363	7,928	104,291	92.39	7.61
49	111,979	28,851	140,830	79.51	20.49
1950	259,306	25,181	284,487	91.14	8.86
51	113,584	10,037	123,621	91.88	8.12
52	201,595	47,489	249,084	80.93	19.07
53	236,156	54,370	290,526	81.28	18.72
54	55,239	1,074	56,313	98.09	1.91
Total	1,185,032	193,802	1,378,834	85.94	14.06
LNH, 1954					
1954	378,198	20,446	398,644	94.87	5.13
55	600,658	16,518	617,176	97.32	2.68
56	387,497	19,745	407,242	95.15	4.85
57	260,976	233,012	493,988	52.83	47.17
58	510,011	372,913	882,924	57.76	42.24
59	283,008	343,159	626,167	45.19	54.81
1960	231,903	161,089	392,992	59.00	41.00
61	439,386	272,902	712,288	61.68	38.32
62	383,852	186,654	570,506	67.28	32.72
63	364,500	319,879	684,379	53.25	46.75
64	330,584	397,069	727,653	45.43	54.57
65	308,591	467,057	775,648	39.78	60.22
66	134,580	536,682	671,262	20.04	79.96
67	340,959	674,068	1,015,027	33.59	66.41
68	798,754	443,301	1,242,055	64.30	35.70
69	650,290	546,938	1,197,228	54.31	45.69
1970	816,681	903,408	1,720,089	47.47	52.53
71	1,589,944	676,255	2,266,169	70.15	29.85
Total	8,810,372	6,591,065	15,401,437	57.20	42.80
Total 1935-71	10,082,542	6,784,867	16,867,409	59.77	40.23

¹ Les données sont nettes.² Loi du Dominion sur l'Habitation.

Référence: SCHL.

Tableau A-11

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES
ET LA SCHL, À L'ÉGARD DE NOUVEAUX LOGEMENTS, 1950-1971

(en millions de dollars)

	<i>Institutions prêteuses</i>						<i>SCHL</i>	<i>total</i>
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>		
1950	269	—	8	28	4	310	25	335
51	208	—	7	18	5	237	10	247
52	262	—	7	30	4	303	47	350
53	320	—	10	39	6	374	54	428
54	395	158	27	55	9	645	20	665
55	428	326	56	55	10	874	17	891
56	417	158	46	49	10	680	20	700
57	251	173	37	44	12	517	233	750
58	353	300	67	74	16	810	373	1183
59	352	175	64	53	6	651	343	994
1960	379	1	88	73	8	549	161	710
61	495	—	190	83	18	786	273	1059
62	533	—	199	107	24	862	187	1049
63	616	—	250	152	20	1038	320	1358
64	647	9	273	193	42	1165	397	1562
65	690	6	316	156	54	1222	467	1689
66	459	—	144	120	42	765	537	1302
67	494	128	303	137	40	1101	674	1775
68	614	333	528	222	98	1795	443	2238
69	379	284	650	268	109	1690	547	2237
1970	177	379	545	200	96	1397	903	2300
71	353	851	742	402	123	2471	676	3147

Description: Prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation et prêts non LNH consentis pour les nouvelles maisons unifamiliales et nouveaux blocs d'appartements. Les données nettes sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-12

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES
ET LA SCHL, À L'ÉGARD DE LOGEMENTS EXISTANTS, 1950-1971

(en millions de dollars)

	<i>Institutions prêteuses</i>						<i>SCHL</i>	<i>total</i>
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>		
1950	56	—	21	37	1	115	—	115
51	54	—	20	37	3	114	—	114
52	51	—	19	44	3	118	—	118
53	48	—	24	41	3	117	—	117
54	58	—	32	49	5	144	—	144
55	76	—	38	60	8	182	—	182
56	78	—	31	58	9	176	—	176
57	57	—	37	46	10	150	—	150
58	79	—	55	63	11	208	—	208
59	95	—	55	57	9	216	—	216
1960	79	—	58	70	14	221	—	221
61	103	—	85	89	23	300	—	300
62	118	—	106	109	25	358	—	358
63	127	—	156	123	25	430	—	430
64	164	—	243	189	44	640	—	640
65	198	—	296	211	45	749	20	769
66	126	—	191	132	21	471	19	490
67	135	102	251	151	17	655	42	697
68	73	97	256	132	15	572	49	621
69	54	81	354	153	30	672	59	731
1970	39	114	347	185	38	723	31	754
71	74	253	611	385	36	1359	37	1396

Description: Prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation et prêts consentis pour les maisons unifamiliales et les blocs d'appartements existants. Les données nettes sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-13

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES
INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET LA SCHL, 1950-1971

(en millions de dollars)

<i>Institutions prêteuses</i>								
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>	<i>SCHL</i>	<i>total</i>
1950	325	—	29	65	5	425	25	450
51	262	—	27	55	8	351	10	361
52	313	—	26	74	7	421	47	468
53	368	—	34	80	9	491	54	545
54	453	158	59	104	14	789	22	811
55	504	326	94	115	18	1056	17	1073
56	495	158	77	107	19	856	20	876
57	308	173	74	90	22	667	233	900
58	432	300	122	137	27	1018	373	1391
59	447	175	119	110	15	867	343	1210
1960	458	1	146	143	22	770	161	931
61	598	—	275	172	41	1086	273	1359
62	651	—	305	216	49	1220	187	1407
63	743	—	406	275	45	1468	320	1788
64	811	9	516	382	86	1805	397	2202
65	888	6	612	367	99	1971	487	2458
66	585	—	335	252	63	1236	556	1792
67	629	230	554	288	57	1756	716	2472
68	687	430	784	354	113	2367	492	2859
69	433	365	904	421	139	2362	606	2968
1970	216	493	892	385	134	2120	934	3054
71	426	1,104	1,354	787	159	3830	713	4543

Description: Prêts hypothécaires consentis aux termes de la LNH et prêts non LNH pour l'ensemble des maisons unifamiliales et des blocs d'appartements, nouveaux et existants. Les données sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-14

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES
INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET PAR LA SCHL, ET NOUVELLES ÉMISSIONS
D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS, EN DOLLARS CANADIENS, 1952-1971

(en millions de dollars)

Obligations et actions

	hypothèques	obligations ass. du gouv.	obligations des pro- vinces	obliga- tions des mu- nicipa- lités	obliga- tions des sociétés	autres obliga- tions	actions privi- légiées	actions ordi- naires	total
1952	468	827	355	189	419	31	29	223	2,073
53	545	2,033	251	221	416	3	83	206	3,213
54	811	3,400	380	340	598	39	92	147	4,996
55	1,073	1,370	371	299	688	52	171	367	3,318
56	876	1,527	420	251	812	13	190	513	3,726
57	900	2,602	632	287	802	19	132	428	4,902
58	1,391	9,200	559	355	795	15	45	287	11,256
59	1,210	2,893	562	395	432	35	99	349	4,765
1960	931	2,665	684	461	636	38	57	185	4,726
61	1,359	3,429	1,143	488	637	49	61	396	6,203
62	1,407	3,307	1,201	451	648	28	92	259	5,986
63	1,788	3,301	1,105	584	753	41	165	249	6,198
64	2,202	3,383	1,087	553	1,066	30	116	409	6,644
65	2,458	2,874	1,197	469	1,363	83	255	293	6,534
66	1,792	4,159	1,770	519	1,027	52	238	389	8,154
67	2,472	3,694	2,098	616	1,266	81	221	268	8,244
68	2,859	6,329	1,907	421	1,039	101	147	445	10,389
69	2,968	6,424	1,873	460	1,179	131	163	849	11,079
1970	3,054	4,359	2,959	615	1,803	145	130	244	10,255
71	4,543	5,208	2,959	583	2,322	112	141	176	11,501

Description: Prêts hypothécaires aux termes de la LNH et prêts non LNH consentis à l'égard des propriétés résidentielles, nouvelles et existantes. Les données sont brutes et s'appliquent au total des nouvelles émissions de valeurs mises sur le marché.

Tableau A-15

RÉPARTITION EN POURCENTAGES DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET LA SCHL, ET NOUVELLES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS, EN DOLLARS CANADIENS, 1952-1971

Nouvelles émissions, valeurs mises sur le marché (total)

	<i>total des prêts hypothécaires consentis à l'habitation</i>	<i>obligations ass. du gouv.</i>	<i>obligations des provinces</i>	<i>obligations des municipalités</i>	<i>obligations des sociétés</i>	<i>autres obligations</i>	<i>actions privilégiées</i>	<i>actions ordinaires</i>	<i>total</i>
1952	18.4	32.6	14.0	7.4	16.5	1.2	1.1	8.8	100.
53	14.5	54.1	6.7	5.9	11.1	.1	2.2	5.5	100.
54	14.0	58.6	6.5	5.9	10.3	.7	1.6	2.5	100.
55	24.4	31.2	8.5	6.8	15.7	1.2	3.9	8.4	100.
56	19.0	33.2	9.1	5.5	17.6	.3	4.1	11.2	100.
57	15.5	44.9	10.9	5.0	13.8	.3	2.3	7.4	100.
58	11.0	72.7	4.4	2.8	6.3	.1	.4	2.3	100.
59	20.3	48.4	9.4	6.6	7.2	.6	1.7	5.8	100.
1960	16.5	47.1	12.1	8.2	11.2	.7	1.0	3.3	100.
61	17.9	45.2	15.1	6.4	8.4	.7	.8	5.4	100.
62	19.0	44.6	16.2	6.1	8.7	.4	1.3	3.7	100.
63	22.4	41.3	13.8	7.3	9.4	.5	2.1	3.1	100.
64	24.8	38.2	12.3	6.3	12.0	.3	1.3	4.8	100.
65	27.2	31.8	13.2	5.2	15.2	.9	2.9	3.6	100.
66	17.9	41.6	17.8	5.2	10.5	.5	2.5	4.1	100.
67	22.9	34.2	19.4	5.7	11.9	.8	2.0	3.0	100.
68	21.5	47.6	14.4	3.2	7.8	.8	1.1	3.6	100.
69	21.1	45.7	13.3	3.3	8.4	.9	1.2	6.0	100.
1970	22.9	32.8	22.2	4.6	13.5	1.2	1.0	1.8	100.
71	29.0	32.5	18.4	3.6	14.5	.7	.9	1.1	100.

Tableau A-16

RENDEMENT DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET DES OBLIGATIONS, ET MARGES DE
RENDEMENT SUR LES OBLIGATIONS DU CANADA À LONG TERME, 1951-1971

(en pourcentages)

	Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme				
	Créances hypothécaires			Obligations		Hypothèques			Obligations -	
	LNH		Non LNH	Obligations à long terme du Canada	McLeod, Young, Weir		LNH		McLeod, Young, Weir	
	Accession à la propriété	Location			20 Sociétés	40	Accession à la propriété	Location	20 Sociétés	40
1951		5.29	5.46	3.21	3.92	3.94	2.08	2.25	0.71	0.73
52		5.60	5.77	3.54	4.27	4.32	2.06	2.23	0.73	0.78
53		5.75	5.97	3.77	4.43	4.41	1.98	2.20	0.66	0.64
54		5.54	6.01	3.25	4.00	3.85	2.29	2.76	0.75	0.60
55		5.27	5.88	3.19	3.88	3.73	2.08	2.69	0.69	0.54
56		5.45	6.23	3.61	4.49	4.48	1.84	2.62	0.88	0.87
57		6.00	6.85	4.12	5.29	5.26	1.88	2.73	1.17	1.14
58		6.00	6.80	4.12	4.95	4.95	1.88	2.68	0.83	0.83
59		6.06	6.90	5.06	5.61	5.71	1.00	1.84	0.55	0.65
1960		6.75	7.18	5.20	5.69	5.76	1.55	1.98	0.49	0.56
61		6.70	7.00	5.06	5.45	5.53	1.64	1.94	0.39	0.47
62		6.50	6.97	5.11	5.43	5.47	1.39	1.86	0.32	0.36
63		6.35	6.97	5.09	5.42	5.47	1.26	1.88	0.33	0.38
64		6.25	6.97	5.19	5.51	5.55	1.06	1.78	0.32	0.36
65		6.25	7.02	5.20	5.67	5.63	1.05	1.82	0.47	0.43
66		6.83	7.63	5.68	6.50	6.41	1.15	1.95	0.82	0.73
67	7.44	7.40	8.07	5.90	7.02	6.92	1.54	1.50	2.17	1.02
68	8.64	8.62	9.07	6.73	7.85	7.77	1.91	1.89	2.34	1.12
69	9.40	9.38	9.84	7.56	8.70	8.65	1.84	1.82	2.28	1.14
1970	10.07	10.20	10.45	7.97	9.23	9.23	2.10	2.23	2.48	1.26
71	9.04	9.43	9.43	6.95	8.41	8.29	2.09	2.48	2.48	1.46

Tableau A-17

RENDEMENT DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET DES OBLIGATIONS, ET MARGES DE
RENDEMENT SUR LES OBLIGATIONS DU CANADA À LONG TERME, MENSUEL, 1965-1971
(en pourcentages)

		Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme					
		Hypothèques			Obligations		Hypothèques			Obligations -		
		LNH			McLeod, Young, Weir		LNH			McLeod, Young, Weir		
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1965	Janv.	6.25		6.90	4.96	5.41	5.42	1.29		1.94	.45	.46
	Fév.	6.25		6.85	5.03	5.38	5.41	1.22		1.82	.35	.84
	Mars	6.25		6.82	5.06	5.48	5.48	1.19		1.76	.42	.42
	Avr.	6.25		6.82	5.05	5.49	5.48	1.20		1.77	.44	.43
	Mai	6.25		6.83	5.12	5.52	5.52	1.13		1.71	.40	.40
	Juin	6.25		6.83	5.16	5.64	5.62	1.09		1.67	.48	.46
	Juil.	6.25		7.02	5.28	5.74	5.74	.97		1.74	.46	.46
	Août	6.25		7.13	5.35	5.77	5.76	.90		1.78	.42	.41
	Sept.	6.25		7.15	5.32	5.84	5.85	.93		1.83	.52	.53
	Oct.	6.25		7.25	5.37	5.84	5.86	.88		1.88	.47	.49
	Nov.	6.25		7.29	5.40	5.90	5.91	.85		1.89	.50	.51
	Déc.	6.25		7.40	5.40	6.03	6.00	.85		2.00	.63	.60
1966	Janv.	6.75		7.38	5.41	5.99	5.96	1.34		1.97	.58	.55
	Fév.	6.75		7.45	5.61	6.15	6.12	1.14		1.84	.54	.51
	Mars	6.75		7.46	5.58	6.19	6.17	1.17		1.88	.61	.59
	Avr.	6.75		7.48	5.60	6.23	6.20	1.15		1.88	.63	.60
	Mai	6.75		7.51	5.61	6.26	6.22	1.14		1.90	.65	.61
	Juin	6.75		7.57	5.66	6.26	6.24	1.09		1.91	.60	.58
	Juil.	6.75		7.68	5.74	6.42	6.40	1.01		1.94	.68	.66
	Août	6.75		7.80	5.94	6.76	6.72	.81		1.86	.82	.78
	Sept.	6.75		7.84	5.75	6.75	6.71	1.00		2.09	1.00	.96
	Oct.	6.75		7.87	5.71	6.74	6.70	1.04		2.16	1.03	.99
	Nov.	7.25		7.91	5.91	6.82	6.75	.84		2.00	.91	.84
	Déc.	7.25		7.95	5.76	6.77	6.72	0.99		2.19	1.01	.96

Tableau A-17 (suite)

		Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme					
		Hypothèques			Obligations			Hypothèques			Obligations -	
		LNH			McLeod, Young, Weir			LNH			McLeod, Young, Weir	
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1967	Janv.		7.25	7.93	5.60	6.55	6.46		1.65	2.33	.95	.86
	Fév.		7.25	7.89	5.64	6.53	6.43		1.61	2.25	.89	.79
	Mars		7.25	7.83	5.48	6.56	6.42		1.77	2.35	1.08	.94
	Avr.		7.00	7.80	5.56	6.64	6.50		1.44	2.24	1.08	.94
	Mai		7.00	7.77	5.72	6.85	6.75		1.28	2.05	1.13	1.03
	Juin		7.00	7.88	5.87	6.99	6.91		1.13	2.01	1.12	1.04
	Juil.		7.25	8.02	5.88	7.01	6.92		1.37	2.14	1.13	1.04
	Août		7.25	8.05	5.99	7.15	7.05		1.26	2.06	1.16	1.06
	Sept.		7.25	8.10	6.19	7.37	7.28		1.06	1.91	1.18	1.09
	Oct.		7.79	8.49	6.36	7.49	7.40		1.43	2.13	1.13	1.04
	Nov.		7.93	8.52	6.41	7.53	7.46		1.52	2.11	1.12	1.05
	Déc.		7.90	8.52	6.54	7.52	7.47		1.36	1.98	.98	.93
1968	Janv.	8.16	8.32	8.83	6.54	7.49	7.45	1.62	1.78	2.29	.95	.91
	Fév.	8.36	8.54	8.84	6.72	7.64	7.60	1.64	1.82	2.12	.92	.88
	Mars	8.49	8.42	8.96	6.91	7.85	7.80	1.58	1.51	2.05	.94	.89
	Avr.	8.67	8.56	9.20	6.62	7.83	7.70	2.05	1.94	2.58	1.21	1.08
	Mai	8.85	8.78	9.23	6.97	7.99	7.92	1.88	1.81	2.26	1.02	.95
	Juin	8.94	8.86	9.18	6.62	7.99	7.85	2.32	2.24	2.56	1.37	1.23
	Juil.	8.79	8.78	9.14	6.49	7.92	7.75	2.30	2.29	2.65	1.43	1.26
	Août	8.81	8.76	9.12	6.43	7.76	7.65	2.38	2.33	2.69	1.33	1.22
	Sept.	8.75	8.82	9.08	6.60	7.76	7.72	2.15	2.22	2.43	1.16	1.12
	Oct.	8.54	8.12	9.01	6.83	7.90	7.84	1.71	1.29	2.18	1.07	1.01
	Nov.	8.59	8.74	9.09	6.95	7.97	7.91	1.64	1.79	2.14	1.02	.96
	Déc.	8.69	8.74	9.10	7.30	8.11	8.10	1.39	1.44	1.80	.81	.80

Tableau A-17 (suite)

		Rendements				Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme						
		Hypothèques		Obligations		Hypothèques			Obligations -			
		LNH		McLeod, Young, Weir		LNH			McLeod, Young, Weir			
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1969	Janv.	8.84	9.05	9.45	7.16	8.18	8.11	1.68	1.89	2.29	1.02	.95
	Fév.	9.01	9.19	9.45	7.20	8.22	8.18	1.81	1.99	2.25	1.02	.98
	Mars	9.07	9.10	9.48	7.22	8.34	8.30	1.85	1.88	2.26	1.12	1.08
	Avr.	9.06	8.92	9.52	7.29	8.31	8.31	1.77	1.63	2.23	1.02	1.02
	Mai	9.12	9.27	9.50	7.48	8.51	8.46	1.64	1.79	1.98	1.03	.98
	Juin	9.18	9.24	9.69	7.50	8.79	8.65	1.68	1.74	2.19	1.29	1.15
	Juil.	9.39	9.31	9.90	7.52	8.87	8.73	1.87	1.79	2.38	1.35	1.21
	Août	9.59	9.60	9.99	7.53	8.88	8.77	2.06	2.07	2.46	1.35	1.24
	Sept.	9.78	9.77	10.11	7.81	8.87	8.88	1.97	1.96	2.30	1.06	1.07
	Oct.	9.87	9.59	10.21	7.82	8.90	8.91	2.05	1.77	2.39	1.08	1.09
	Nov.	9.92	9.70	10.30	8.15	9.06	9.17	1.77	1.55	2.15	.91	1.02
	Déc.	9.97	9.82	10.50	8.33	9.32	9.38	1.64	1.49	2.17	.99	1.05
1970	Janv.	10.06	9.96	10.58	8.31	9.36	9.45	1.75	1.65	2.27	1.05	1.14
	Fév.	10.27	9.91	10.54	8.13	9.33	9.43	2.14	1.78	2.41	1.20	1.30
	Mars	10.21	10.15	10.58	7.93	9.28	9.35	2.28	2.22	2.65	1.35	1.42
	Avr.	10.29	10.21	10.60	8.04	9.27	9.33	2.25	2.17	2.56	1.23	1.29
	Mai	10.28	10.15	10.58	8.23	9.34	9.35	2.05	1.92	2.35	1.11	1.12
	Juin	10.24	10.15	10.53	8.09	9.30	9.35	2.15	2.06	2.44	1.21	1.26
	Juil.	10.03	10.32	10.38	7.91	9.18	9.22	2.12	2.41	2.47	1.27	1.31
	Août	9.94	10.34	10.40	8.00	9.23	9.21	1.94	2.34	2.40	1.23	1.21
	Sept.	9.97	10.37	10.36	7.88	9.21	9.18	2.09	2.49	2.48	1.33	1.30
	Oct.	9.86	10.27	10.35	7.94	9.25	9.22	1.92	2.33	2.41	1.31	1.28
	Nov.	9.83	10.16	10.28	7.50	9.09	9.03	2.33	2.66	2.78	1.59	1.53
	Déc.	9.79	10.39	10.16	6.99	8.87	8.68	2.80	3.40	3.17	1.88	1.69

Tableau A-17 (suite)

		Rendements						Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme				
		Hypothèques			Obligations			Hypothèques		Obligations -		
		LNH			McLeod, Young, Weir			LNH		McLeod, Young, Weir		
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1971	Janv.	9.65	10.25	9.94	6.67	8.16	7.87	2.98	3.58	3.27	1.49	1.30
	Fév.	9.47	9.91	9.72	6.85	8.33	8.17	2.62	3.06	2.87	1.48	1.32
	Mars	8.98	9.64	9.28	6.76	8.39	8.24	2.22	2.88	2.52	1.63	1.48
	Avr.	8.84	9.33	9.20	6.97	8.49	8.35	1.87	2.36	2.23	1.52	1.38
	Mai	8.79	9.05	9.25	7.38	8.53	8.55	1.41	1.67	1.87	1.15	1.17
	Juin	8.80	9.18	9.34	7.30	8.64	8.62	1.50	1.88	2.04	1.34	1.32
	Juil.	8.88	9.26	9.46	7.49	8.68	8.72	1.39	1.77	1.97	1.19	1.23
	Août	8.99	9.35	9.53	7.15	8.52	8.44	1.84	2.20	2.38	1.37	1.29
	Sept.	9.05	9.23	9.55	6.97	8.41	8.33	2.08	2.26	2.58	1.44	1.36
	Oct.	9.09	9.38	9.55	6.71	8.27	8.05	2.38	2.67	2.84	1.56	1.34
	Nov.	9.05	9.45	9.26	6.56	8.19	7.94	2.49	2.89	2.70	1.63	1.38
	Déc.	8.91	9.13	9.10	6.56	8.30	8.05	2.35	2.57	2.54	1.74	1.49

Tableau A-18

TAUX D'INTÉRÊT MOYENS SUR LES PRÊTS AUX TERMES DE LA LNH CONSENTIS SUR LES NOUVELLES CONSTRUCTIONS
 POUR LES PROPRIÉTAIRES OCCUPANTS, PAR LES PRÊTEURS AGRÉÉS, PAR RÉGION, ET PAR LA SCHL, PAR
 L'ENTREMISE DE SES BUREAUX RÉGIONAUX ET DE SES BUREAUX LOCAUX À MONTRÉAL ET TORONTO,
 MENSUEL, 1970-1971

(en pourcentages)

	Région					Canada	Prêteurs agréés		Bureaux locaux SCHL	
	Atlantique	Québec	Ontario	Prairies	C.-B.		Banques à charte	Autres prêteurs	Montréal	Toronto
1970 J	10.08	9.96	9.97	10.18	9.98	10.01	10.13	9.94	9.99	9.82
F	10.21	10.06	10.27	10.37	10.19	10.25	10.05	10.36	10.04	10.36
M	10.20	10.21	10.14	10.17	10.40	10.19	10.20	10.19	10.20	9.91
A	10.20	10.26	10.31	10.32	10.24	10.30	10.19	10.40	10.26	10.40
M	10.26	10.27	10.24	10.29	10.41	10.28	10.17	10.35	10.26	10.26
J	10.16	10.20	10.23	10.21	10.35	10.23	10.15	10.30	10.15	10.30
J	10.00	10.08	10.09	10.05	9.86	10.06	9.97	10.14	9.97	10.17
A	9.90	9.90	9.91	9.86	10.17	9.93	9.87	10.02	9.80	9.93
S	9.81	9.80	10.05	9.78	9.90	9.97	9.88	10.09	9.77	10.10
O	9.78	9.77	9.88	9.80	10.04	9.87	9.77	10.09	9.71	10.02
N	9.76	9.74	9.82	9.74	10.08	9.81	9.74	9.95	9.72	9.89
D	9.86	9.77	9.76	9.77	9.89	9.78	9.72	9.85	9.75	9.88
1971 J	9.45	9.60	9.71	9.57	9.71	9.64	9.57	9.81	9.59	9.88
F	9.39	9.29	9.66	9.30	9.41	9.45	9.46	9.43	9.31	9.86
M	8.94	9.10	8.96	8.92	9.04	8.99	8.94	9.08	9.14	9.15
A	8.97	8.87	8.85	8.77	8.97	8.85	8.80	8.91	8.85	8.92
M	8.79	8.80	8.79	8.77	8.86	8.79	8.76	8.83	8.80	8.79
J	8.89	8.78	8.81	8.80	8.83	8.81	8.75	8.89	8.78	8.82
J	8.84	8.79	8.91	8.80	9.06	8.88	8.81	9.00	8.79	8.98
A	9.08	8.84	9.06	8.94	9.11	8.99	8.91	9.14	8.11	9.15
S	8.89	8.92	9.14	9.03	9.08	9.04	8.94	9.18	8.90	9.23
O	9.10	8.93	9.16	9.14	9.06	9.09	8.98	9.25	8.89	9.19
N	8.93	8.96	9.12	9.06	9.06	9.05	8.99	9.16	8.94	9.17
D	8.93	8.90	8.91	8.90	8.94	8.91	8.86	8.99	8.91	9.01

Tableau A-19

VENTES DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA
LNH ET ENCOURS DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES ASSURÉS AUX
TERMES DE LA LNH, 1954-1971

	<i>Ventes (en millions de dollars)</i>		<i>encours des prêts LNH (millions de dollars) (3)</i>	<i>colonne (2) en pourcentage de la colonne (3) (4)</i>
	<i>initiales seulement (1)</i>	<i>initiales et ultérieures (2)</i>		
1954	0.6	0.6	1428.0	—
55	17.4	17.4	1891.0	—
56	49.6	49.7	2314.0	0.02
57	62.2	62.2	2535.0	0.02
58	47.7	48.8	3175.0	0.02
59	42.6	42.6	3800.0	0.01
1960	27.3	27.4	4103.0	0.01
61	61.9	71.2	4573.0	0.02
62	101.6	137.9	4999.0	0.03
63	129.1	176.7	5325.0	0.03
64	150.0	216.9	5708.0	0.04
65	136.4	211.3	6086.0	0.03
66	88.4	102.3	6568.0	0.02
67	68.0	77.3	7156.0	0.01
68	43.0	47.6	7750.0	0.01
69	127.6	145.1	8619.0	0.02
1970	129.9	131.8	9703.0	0.01
71	84.1	90.3	11343.0	0.01

Source: SCHL.

Tableau A-20

VENTES ET ACHATS DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH, PAR GENRE DE NÉGOCIATEUR 1954-1971

(en millions de dollars)

	Institutions prêteuses				Autres investisseurs				Total
	banques à charte	compagnies d'assurance-vie	sociétés de fiducie	soc. de prêt et autres	SCHL	régimes de pension	compagnies	autres	
<i>Ventes</i>									
1954	0.6	—	—	—	—	—	—	—	0.6
55	13.5	—	3.4	0.6	—	—	—	—	17.5
56	33.3	5.1	8.2	2.5	0.6	—	—	—	49.7
57	41.2	8.6	9.7	2.1	0.6	—	—	—	62.2
58	32.5	7.8	4.4	1.5	1.5	—	—	—	47.7
59	36.8	1.9	3.4	0.1	0.4	—	—	—	42.6
1960	6.3	9.0	4.3	7.3	0.4	—	—	—	27.3
61	—	—	19.3	2.6	40.0	—	—	—	61.9
62	0.7	—	47.1	5.9	47.9	—	—	—	101.6
63	0.2	1.0	58.9	7.9	61.1	—	—	—	129.1
64	3.1	5.0	58.2	8.4	75.3	—	—	—	150.0
65	0.7	0.5	52.2	2.2	80.8	—	—	—	136.4
66	15.1	—	70.0	3.2	—	—	—	—	88.3
67	1.6	—	65.8	0.6	—	—	—	—	68.0
68	16.8	2.9	23.3	—	—	—	—	—	43.0
69	39.9	17.8	65.8	4.1	—	—	—	—	127.6
1970	47.9	4.3	74.9	2.8	—	—	—	—	129.9
71	33.8	2.1	22.8	4.0	21.4	—	—	—	84.1
Total	\$324.0 % 23.7	66.0 4.8	591.7 43.3	55.8 4.1	330.0 24.1	—	—	—	1367.5 100.0
<i>Achats</i>									
1954	—	0.3	—	—	—	0.3	—	—	0.6
55	—	2.7	—	0.1	—	14.7	—	—	17.5
56	—	8.6	0.5	3.0	—	35.3	2.3	—	49.7
57	—	10.3	0.8	—	—	31.2	19.9	—	62.2
58	—	4.6	2.3	—	—	31.2	9.6	—	47.7
59	—	3.4	0.1	—	—	38.1	1.0	—	42.6
1960	—	0.4	0.8	6.5	—	12.9	6.7	—	27.3
61	18.3	11.5	14.7	—	—	4.6	12.8	—	61.9
62	30.6	22.1	21.4	—	—	19.6	7.8	0.1	101.6
63	49.1	15.6	24.8	3.6	—	23.3	12.3	0.4	129.1
64	46.8	21.4	25.8	10.9	3.1	17.1	24.9	—	150.0
65	31.6	25.3	30.2	7.5	—	5.7	35.5	0.6	136.4
66	19.7	33.2	3.1	7.7	—	23.6	0.2	0.8	88.3
67	4.9	56.3	1.7	2.2	—	2.1	0.8	—	68.0
68	2.2	9.9	4.3	2.0	—	8.5	16.0	0.1	43.0
69	0.1	50.3	—	3.0	—	59.3	14.8	0.1	127.6
1970	0.2	66.3	1.1	0.8	—	30.5	30.9	0.1	129.9
71	28.0	7.4	4.4	0.5	—	24.3	14.5	5.0	84.1
Total	\$231.5 % 16.9	349.6 25.6	136.0 9.9	47.8 3.5	3.1 0.2	382.3 28.0	210.0 15.4	7.2 0.5	1367.5 100.0

Les données portent uniquement sur les ventes et les achats initiaux. Les ventes et les achats ultérieurs ne sont pas indiqués. Les institutions prêteuses sont indiquées sous l'appellation appropriée qu'elles soient ou non prêteurs agréés, aux termes de la Loi nationale sur l'habitation.

Source: SCHL.

Tableau A-21

RÉPARTITION DES TRANSACTIONS EN CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES
ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH, PAR GENRE DE NÉGOCIATEUR, 1971
(en millions de dollars)

Vendeur	Institutions prêteuses					Autres investisseurs			total
	acheteur banques à charte	compa- gnies d'assu- rance- vie	sociétés de fiducie	sociétés de prêt	régimes de pension	compa- gnies	autres		
banques à charte	—	—	—	0.6	14.3	14.9	4.9	34.7	
compagnies d'assurance- vie	2.0	—	0.1	—	—	—	—	2.1	
sociétés de fiducie	6.8	5.9	4.4	—	9.3	0.3	—	26.7	
sociétés de prêt et autres	1.8	1.5	—	—	0.7	—	0.1	4.1	
SCHL	21.4	—	—	—	—	—	—	21.4	
autres firmes et institutions	1.2	—	—	0.1	—	—	—	1.3	
Total	33.2	7.4	4.5	0.7	24.3	15.2	5.0	90.3	

¹ Comprenant les ventes initiales et ultérieures.

Source: SCHL.

Tableau A-22

OFFRES ET MONTANTS, PRIX ET RENDEMENTS SUR LES VENTES
EN CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH,
AU COURS DES ENCHÈRES TENUES PAR LA SCHL, 1961-1965

Date	offres reçues (millions de dollars)	ventes créan. hypo. (millions de dollars)	taux d'intérêt hypo thé- caire %	prix moyen \$	rende- ment moyen ¹ %	intérêt courant LNH %	rendement courant des obligations du Canada à long terme ² %
19 juin	30.00	12.50	6¾ %	101.17	6.58	6.75	5.10
29 août	21.00	13.50	6¾ %	101.35	6.55	6.75	5.01
21 nov.	30.50	15.00	6¾ %	101.79	6.49	6.50	4.84
20 mars	60.25	15.00	6 %	97.60	6.35	6.50	4.90
20 nov.	57.00	30.00	6 %	97.20	6.39	6.50	4.97
			6¾ %	102.26	6.43		
22 jan.	40.00	27.25	6 %	96.55	6.49	6.50	5.09
			6¾ %	101.97	6.47		
28 mai	95.75	35.00	6 %	97.61	6.36	6.50	4.95
			6¾ %	102.70	6.39		
25 fév.	113.25	25.00	6 %	97.69	6.36	6.25	5.18
			6¾ %	102.64	6.39		
20 mai	113.25	25.00	6 %	97.85	6.33	6.25	5.21
			6½ %	100.97	6.37		
23 sept.	115.50	25.00	6 %	99.24	6.17	6.25	5.22
			6½ %	101.00	6.36		
15 déc.	84.50	25.00	6 %	98.24	6.27	6.25	5.04
			6½ %	100.96	6.37		
10 mars	119.75	30.00	6 %	98.41	6.26	6.25	5.06
			6¼ %	99.96	6.26		
19 mai	135.50	26.50	6 %	98.32	6.26	6.25	5.12
			6¼ %	99.66	6.30		

¹ Fondé sur une durée de l'hypothèque prévue égale à la moitié du reste du terme.

² Moyenne calculée par la Banque du Canada.

Sources: SCHL et le *Bulletin statistique* de la Banque du Canada.

Tableau A-23

RÉPARTITION DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH,
AU COURS DES ENCHÈRES DE LA SCHL, 1961-1965

(en millions de dollars)

Genre d'offrant	1961		1962		1963		1964			1965		Ventes totales		
	juin	août	nov.	mars	nov.	janv.	mai	fév.	mai	sept.	déc. 10 mars		19 mai	
Banques ¹	5.00	6.75	2.50	—	1.50	8.00	2.25	—	2.00	16.50	—	—	—	44.50
Sociétés fidu.	6.00	2.50	4.75	9.75	6.50	4.75	13.50	9.25	5.75	1.00	7.25	11.00	9.75	91.75
Sociétés d'ass.	0.50	0.50	—	3.75	—	1.50	2.25	1.50	1.00	—	—	0.75	—	11.75
Courtiers placements	1.00	3.75	7.75	1.50	18.50	10.00	17.00	7.25	14.00	6.00	15.50	17.75	13.00	133.00
Comp. hypothécaires	—	—	—	—	—	—	—	0.50	0.50	—	—	—	—	1.00
Autres	—	—	—	—	3.50	3.00	—	6.50	1.75	1.50	2.25	0.50	3.75	22.75
Total	12.50	13.50	15.00	15.00	30.00	27.25	35.00	25.00	25.00	25.00	25.00	30.00	26.50	304.75

¹ La répartition des offres collectives (banques et courtiers en placements) apparaissent dans la rubrique "Courtiers en placements".

Source: SCHL.

Tableau A-24

CONDITIONS D'HYPOTHÈQUE AUX TERMES DE LA LÉGISLATION SUR L'HABITATION,
PRÊTS CONJOINTS ET PRÊTS ASSURÉS, 1935-1971
MAISONS UNIFAMILIALES

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
<i>Prêts conjoints</i>					
1 jan. '35	Loi du Dominion sur l'habitation, 1935	5,00% (emprunteur) 5,66% (prêteur)	80%	10 ans	aucune limite
1 juillet '38	Loi nationale sur l'habitation, 1938	" "	90% des premiers \$2 500. 80% du reste	"	"
31 déc. '39	C.P. 4020	" "	"	"	\$4 000
19 déc. '43	C.P. 11047	" "	90% des premiers \$3 200. 80% du reste	"	"
11 mai '44	Déclaration du ministre des Finances (Hon. J. L. Ilesley) à la Chambre des communes	4,50% (emprunteur) 5,00% (prêteur)	"	"	"
15 août '44	Loi nationale sur l'habitation, 1944	" "	95% des premiers \$2 000. 85% des \$2 000 suivants 70% du reste	20 ans	\$6 400
31 août '46	Statuts du Canada 1946, chapitre 1	" "	"	25 ans	"
27 juin '47	Statuts du Canada chapitre 40	" "	95% des premiers \$3 000. 85% des \$3 000 suivants 70% du reste	30 ans	\$7 000

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
10 oct. '47	C.P. 4089	" "	"	"	\$8 500
10 déc. '49	Statuts du Canada 1949, chapitre 30	" "	95% des premiers \$3 000. 85% des \$3 000 suivants 70% du reste plus prêt additionnel de 1/6	"	\$9 917
5 fév. '51	Déclaration du ministre des Ressources et du Développement (Hon. R. H. Winters) à la Chambre des communes	" "	95% des premiers \$3 000. 85% des \$4 000 suivants 70% du reste prêt additionnel de 1/6 aboli.	"	\$8 500
26 juin '51	C.P. 3344	5,00% (emprunteur) 5,50% (prêteur)	"	"	"
19 déc. '51	C.P. 6804	" "	"	"	\$10 000
31 août '52	C.P. 3907	5,25% (emprunteur) 5,75% (prêteur)	"	"	"
<i>Prêts assurés</i>					
22 mars '54	Loi nationale de 1954 sur l'habitation	5,50%	90% des premiers \$8 000. 70% du reste	30 ans	\$12 800
16 fév. '55	C.P. 213	5,25%	"	"	"
23 mars '56	C.P. 466	5,50%	"	"	"
22 jan. '57	C.P. 90	6,00%	"	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
20 déc. '57	Statuts du Canada 57-58, chapitre 18	6,00%	90% des premiers \$12 000. 70% du reste	30 ans	\$12 800
16 déc. '59	C.P. 1584	6,75%	"	"	"
4 août '60	C.P. 1063	"	"	"	\$12 000 (+ \$500 pour abri)
2 déc. '60	9, Elizabeth II Ch. 1	"	95% des premiers \$12 000. 70% du reste	35 ans	"
7 déc. '60	C.P. 1649	"	"	"	\$14 200 (\$14 900 pour 4 chambres ou plus, + \$500 pour abri)
6 nov. '61	C.P. 1559	6,50%	"	"	"
14 juin '63	C.P. 914	6,25%	"	"	"
27 juin '63	C.P. 992	"	"	"	\$14 900 (\$15 600 pour 4 chambres ou plus, + \$500 pour abri)
18 juin '64	Statuts du Canada 1964, chapitre 15	"	95% des premiers \$13 000. 70% du reste pour nouvelle habitation 85% du reste pour habitation existante dans les secteurs de rénovation urbaine	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
6 mai '65	C.P. 813	"	"	"	\$18 000 (plus \$500 pour abri)
5 jan. '66	C.P. 6	6,75%	"	"	"
22 nov. '66	C.P. 2178	7,25%	95% des premiers \$13 000. 70% du reste pour nouvelle habitation 85% pour maison existante dans secteur de rénovation urbaine	"	\$10 000 habitation existante
1 avr. '67		7,00%	95% pour l'achat d'une résidence existante quel qu'en soit l'emplacement	"	"
1 juin '67	C.P. 1273	"	"	"	\$10 000 sur chaque moitié d'habitations jumelées et de duplex existants
1 juil. '67		7,25%	"	"	"
1 oct. '67	C.P. 1835	8,25%	"	"	"
1 janv. '68		8,625% prêts assurés 8,25% prêts SCHL	95% pour l'achat d'une résidence existante quel qu'en soit l'emplacement	35 ans	\$18 000 (+ \$500 pour abri) nouvelle: \$10 000 existante: \$10 000 sur chaque moitié d'habitations jumelées et de duplex existants

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
27 mars '68	Statuts du Canada 1968, chapitre 39	"	95% sur les premiers \$18 000. 70% du reste pour nouvelle habitation	"	"
1 avr. '68		9,125% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 juil. '68		8,875% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 oct. '68		8,75% assurés 8,50% SCHL	"	"	"
1 jan. '69		9,375% assurés 9,00% SCHL	"	"	"
15 avr. '69	C.P. 683	"	"	Hypothèque renouvelable de 5 ans, habitation nouvelle	"
22 avr. '69	C.P. 782	"	"	"	\$25 000 + \$500 pour abri nouveau, existant \$18 000
Juin '69		"	"	Hypothèque renouvelable de 5 ans appliquée aux habitations existantes	"
27 juin '69	C.P. 1321	"	95% des premiers \$18 000. 80% du reste pour nouvelle habitation	"	"
27 juin '69	Statuts du Canada 68-69, chapitre 45	Abolition du taux plafond libéré	"	40 ans	" et Copropriété acceptée pour prêt maximal de \$25 000

Tableau A-24 (suite)

PRÊTS LOCATIFS

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
<i>Prêts conjoints</i>					
1 jan. '35	Loi du Dominion sur l'habitation 1935	5,00%	80%	10 ans	aucune limite
31 dec. '39	C.P. 4020	Abolition des prêts à la location			
15 août '44	Loi Nationale sur l'habitation, 1938	4,50%	80%	20 ans	\$4 000
1 jan. '47	C.P. 5238	"	"	"	\$4 400
27 juin '47	Statuts du Canada 1947, chapitre 40	"	"	30 ans	"
20 juil. '48	C.P. 3138	"	"	"	\$4 800
6 déc. '49	C.P. 6129	"	"	"	\$6 700
30 oct. '52	C.P. 4272	5,25%	"	"	\$7 200
<i>Prêts assurés</i>					
22 mars '54	Loi nationale de 1954 sur l'habitation	5,50%	"	25 ans	\$7 000 (+ 80% de la valeur du garage)
16 fév. '55	C.P. 213	5,25%	"	"	"
23 mars '56	C.P. 466	5,50%	"	"	"
22 jan. '57	C.P. 90	6,00%	"	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
29 mars '59	C.P. 456	"	"	"	\$8 250
16 déc. '59	C.P. 1584	6,75%	"	"	"
2 déc. '60	9 Elizabeth II chapitre 1	"	85%	35 ans	"
7 déc. '60	C.P. 1649	"	"	"	\$8 750
6 nov. '61	C.P. 1559	6,50%	"	"	"
14 juin '63	C.P. 914	6,25%	"	"	"
27 juin '63	C.P. 992	"	"	"	\$12 000
2 juin '65	C.P. 813	"	"	"	\$12 000 pour habitation multi-familiale; \$7 000 par place de foyer ou de dortoir
5 jan. '66	C.P. 6	6,75%	"	"	"
22 nov. '66	C.P. 2178	7,25%	90%	"	"
1 avril '67		7,00%	"	"	"
<i>Prêts assurés</i>					
1 juil. '67		7,25%	90%	35 ans	\$12 000 pour habitation multi-familiale; \$7 000 par place de foyer ou de dortoir

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
1 oct. '67	C.P. 1835	8,25%	"	"	"
1 jan. '68		8,625% prêts assurés 8,25% prêts SCHL	"	"	"
1 fév. '68	C.P. 189	"	"	"	\$18 000 logement en appartements
1 avr. '68		9,125% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 juil. '68		8,875% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 oct. '68		8,75% assurés 8,50% SCHL	"	"	"
1 jan. '69		9,375% assurés 9,00% SCHL	"	"	"
15 avr. '69	C.P. 683	"	"	hypothèque renouvelable de 5 ans, habitation nouvelle	"
juin 1969		"	"	appliqué aux habitations existantes	"
27 juin '69	Statuts du Canada 1968-69 Chapitre 45	Abolition du taux plafond libéré	"	40 ans	"

Références: J. V. Poapst, *The Residential Mortgage Market*, Etude à l'intention de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Ottawa, 1968); et la SCHL.

Annexe B

Données sur les trusts d'investissement immobilier des Etats-Unis

par Michael Davies et son personnel

Tableau B-1

OFFRES DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SOUSCRITES PUBLIQUEMENT,
EN EXCÉDENT DE 10 MILLIONS DE DOLLARS

Pour la période de 1961 au 31 décembre 1970 (millions de dollars)

<i>Date de l'offre (1)</i>	<i>Nom (1)</i>	<i>Montant approximatif en dollars de l'offre (1)</i>	<i>Genre de REIT (1)</i>	<i>Conseiller (2)</i>
6/13/61	Real Estate Investment Trust of America	\$11.0	(E)	Indépendant
9/21/61	First Mortgage Investors	15.0	(LTM)	"
10/31/61	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	13.0	(E)	"
3/13/62	National Realty Investors	15.0	(E)	"
3/21/62	Continental Mortgage Investors	25.0	(STM)	"
1/8/63	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	11.0	(E)	"
3/19/68	U.S. Realty Investments	12.0	(STM)	"
6/13/68	First Mortgage Investors	15.0	(E.STM)	"
6/21/68	Associated Mortgage Investors	25.0	(STM)	"
11/26/68	General Mortgage Investments	15.0	(STM)	Producteur immobilier
12/20/68	Republic Mortgage Investors	30.0	(STM)	Indépendant Banquier hypothéc.
2/27/69	Galbreath First Mortgage Investments	17.0	(STM)	Banque commerciale
3/4/69	Guardian Mortgage Investors	12.0	(STM)	Conglomérat financier
3/6/69	Security Mortgage Investors	16.0	(LTM)	Indépendant
4/2/69	The Mortgage Investment Group	45.0	(STM)	Banquier hypothéc.
4/24/69	Sutro Mortgage Investment Trust	25.0	(STM)	Indépendant
5/15/69	U.S. Realty Investments	20.0	(E.STM)	Banquier hypothéc.
6/3/69	Fraser Mortgage Investments	18.0	(STM)	Indépendant
6/17/69	Midland Mortgage Investors Trust	20.0	(STM)	Banquier hypothéc.
6/26/69	Larwin Mortgage Investors	40.0	(STM)	"
6/26/69	Realty Income Trust	11.0	(E.STM)	Banquier hypothéc. et producteur immobilier
7/10/69	American Century Mortgage Investors	25.0	(STM)	Conglomérat financier
7/29/69	Great American Mortgage Investors	26.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
9/9/69	First Mortgage Investors	17.0	(STM)	Conglomérat financier
9/16/69	Diversified Mortgage Investors	150.0	(LTM)	Indépendant
9/17/69	Medical Mortgage Investors	30.0	(LTM)	Conglomérat financier
9/18/69	B. F. Saul Real Estate Investment Trust	16.0	(E.STM)	Banque commerciale
10/2/69	Lomas & Nettleton Mortgage Investors	22.0	(STM)	Banquier hypothéc.
10/21/69	Alison Mortgage Investment Trust	15.0	(STM)	Conglomérat financier

Tableau B-1 (suite)

OFFRES DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SOUSCRITES PUBLIQUEMENT,
EN EXCÉDENT DE 10 MILLIONS DE DOLLARS

Pour la période de 1961 au 31 décembre 1970 (millions de dollars)

<i>Date de l'offre (1)</i>	<i>Nom (1)</i>	<i>Montant approximatif en dollars de l'offre (1)</i>	<i>Genre de REIT (1)</i>	<i>Conseiller (2)</i>
10/30/69	City Investing Mortgage Group	60.0	(STM)	Banque commerciale
10/30/69	Fidelity Mortgage Investors	35.0	(STM)	Conglomérat financier
11/6/69	Hubbard Real Estate Investments	100.0	(E)	Compagnie d'ass.-vie
11/6/69	Mortgage Trust of America	63.0	(STM)	Conglomérat financier
11/13/69	Atico Mortgage Investors	15.0	(STM)	" "
11/14/69	Palomar Mortgage Investors	15.0	(E)	Banque commerciale
11/25/69	Cameron-Brown Investment Group	41.0	(STM)	" "
11/25/69	Capital Mortgage Investments	20.0	(STM)	" "
12/2/69	North America Mortgage Investors	14.0	(STM)	Indépendant
12/4/69	Colwell Mortgage Trust	15.0	(STM)	Banquier hypothéc.
12/9/69	Citizens Mortgage Investment Trust	21.0	(STM)	" "
12/11/69	Unionamerica Mortgage & Equity Trust	25.0	(STM)	Conglomérat financier
12/18/69	B.F. Saul Real Estate Investment Trust	18.0	(E.STM)	Banque commerciale
1/22/70	First Mortgage Investors	35.0	(STM)	Producteur immobilier
1/27/70	American Fletcher Mortgage Investors	12.0	(STM)	Indépendant
2/3/70	Wachovia Realty Investments	12.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
2/18/70	Continental Mortgage Investors	80.0	(STM)	Banque commerciale
2/24/70	Guardian Mortgage Investors	15.0	(STM)	Indépendant
3/5/70	Mortgage Investors of Washington	6.0	(STM)	Banque commerciale
3/17/70	Connecticut General Mortgage and Realty Investments	120.0	(LTM)	Banquier hypothéc.
3/19/70	Lincoln Mortgage Investors	22.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
4/7/70	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	11.0	(E.STM)	Conglomérat financier
4/7/70	The Goodrich Investors Group	11.0	(E.STM)	Indépendant
4/14/70	Barnett Mortgage Trust	25.0	(STM)	Banque commerciale
4/14/70	MONY Mortgage Investors	100.0	(LTM)	" "
4/16/70	American Century Mortgage Investors	20.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
6/4/70	Chase Manhattan Mortgage & Realty Trust	100.0	(STM)	" "
6/30/70	Wells Fargo Mortgage Investors	75.0	(STM)	Banque commerciale
7/14/70	Bank America Realty Investors	76.0	(E)	" "

Tableau B-1 (suite)

OFFRES DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SOUSCRITES PUBLIQUEMENT,
EN EXCÉDENT DE 10 MILLIONS DE DOLLARS
Pour la période de 1961 au 31 décembre 1970 (millions de dollars)

<i>Date de l'offre (1)</i>	<i>Nom (1)</i>	<i>Montant approximatif en dollars de l'offre (1)</i>	<i>Genre de REIT (1)</i>	<i>Conseiller (2)</i>
7/16/70	Beneficial Standard Mortgage Investors	15.0	(STM)	" "
7/21/70	Lomas & Nettleton Mortgage Investors	20.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
7/22/70	First Pennsylvania Mortgage Trust	32.0	(STM)	Conglomérat financier
8/11/70	The Hotel Investors	23.0	(LTM)	
8/11/70	Cousins Mortgage & Equity Investments	43.0	(LTM)	Banque commerciale
8/27/70	Fidelico Growth Investors	20.0	(LTM)	Producteur immobilier
9/28/70	Citizens & Southern Realty Investors	50.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
10/1/70	BT Mortgage Investors	25.0	(E.STM.LTM)	Banque commerciale
10/6/70	First Denver Mortgage Investors	30.0	(STM)	" "
10/6/70	Mass. Mutual Mortgage & Realty Investment	100.0	(LTM)	" "
10/7/70	Associated Mortgage Investors	10.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
10/29/70	Equitable Life Mortgage & Realty Inv.	150.0	(LTM)	Indépendant
10/29/70	First Mortgage Investors	16.0	(STM)	Compagnie d'ass.-vie
11/5/70	Great American Mortgage Investors	26.0	(STM)	Conglomérat financier
11/19/70	Tri-South Mortgage Investors	27.0	(STM)	Banque commerciale
11/24/70	First Memphis Realty Trust	21.0	(LTM)	" "
12/3/70	Median Mortgage Investors	21.0	(LTM)	Indépendant
12/10/70	Republic Mortgage Investors	15.0	(STM)	Banquier hypothéc.
12/17/70	PNB Mortgage & Realty Trust	30.0	(LTM)	Banque commerciale
12/17/70	U.S. Leasing Real Estate Inv.	30.0	(LTM)	Conglomérat financier
12/17/70	Fidelity Mortgage Investors	35.0	(STM)	Banque commerciale
12/17/70	Alison Mortgage Investors	10.0	(STM)	" "
		<u>\$2,700.0</u>		

Genre de REIT

E	REIT de valeurs
LTM	REIT sur hypothèque à long terme
STM	REIT sur hypothèque à court terme (Construction et aménagement)
E.STM	REIT de valeurs et sur hypothèque à court terme (REIT hybride)
E.STM.LTM	REIT de valeurs, sur hypothèque à court terme et sur hypothèque à long terme (REIT hybride)

Sources:

- (1) Les chiffres pour la période de 1961 au 31 août 1970 — de W. D. Smith et B. R. Jacobson, "Real Estate Investment Trusts: In the Money and Here to Stay", *Real Estate Forum* octobre 1970; du premier septembre 1970 au 31 décembre 1970 — de diverses sources.
- (2) Diverses sources.

** Les chiffres peuvent ne pas arriver au total donné parce qu'ils sont

Tableau B-2

PORTEFEUILLES INITIAUX DES OFFRES PUBLIQUES FAITES PAR LES REITS, SOUSCRITES EN EXCÉDENT DE
10 MILLIONS DE DOLLARS DANS LA CATÉGORIE DES ENGAGEMENTS À L'HABITATION ET NON À L'HABITATION
(EN MILLIONS DE DOLLARS)

(pour la période de 1961 au 31 décembre 1970)

Date de l'offre (1)	Nom (1)	Montant de l'offre (1)	Genre de trust (1)	Prêts à la construction pour résidence (2)	Prêts à la construction pour commerce (2)	Hypo-thèques à long terme pour résidence (2)	Hypo-thèques à long terme pour commerce (2)	Hypo-thèques secondaires et prêts d'aménagement (2)	Engagements totaux de portefeuille initial (2)
6/13/61	Real Estate Investment Trust of America	\$11.0	(E)	\$	\$	\$	\$	\$	\$
9/21/61	First Mortgage Investors	15.0	(LTM)						
10/31/61	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	13.3	(E)						
3/13/61	National Realty Investors	15.0	(E)						
3/21/62	Continental Mortgage Investors	25.5	(STM)						
1/8/63	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	11.4	(E)						
3/19/68	U.S. Realty Investments	11.8	(E.STM)						
6/13/68	First Mortgage Investors	15.0	(STM)						
6/21/68	Associated Mortgage Investors	25.0	(STM)						
11/26/68	General Mortgage Investments	15.0	(STM)						
12/20/68	Republic Mortgage Investors	30.0	(STM)	5.0	5.6	—	—	—	10.5
2/27/69	Galbreath First Mortgage Investments	17.5	(STM)						
3/4/69	Guardian Mortgage Investors	12.5	(STM)						
3/6/69	Security Mortgage Investors	16.5	(LTM)						
4/2/69	The Mortgage Investment Group	45.0	(STM)						
4/24/69	Sutro Mortgage Investment Trust	25.6	(STM)	4.1	5.4	—	—	—	9.5
5/15/69	U.S. Realty Investments	20.0	(E.STM)	9.0	1.2	—	—	—	10.2
6/3/69	Fraser Mortgage Investments	18.0	(STM)	3.7	4.7	—	—	—	8.4
6/17/69	Midland Mortgage Trust	20.0	(STM)	4.5	2.5	—	—	—	7.0
6/26/69	Larwin Mortgage Investors	40.0	(STM)	14.6	15.5	—	—	—	30.0
6/26/69	Realty Income Trust	10.7	(E.STM)	—	—	—	—	—	—
7/10/69	American Century Mortgage Investors	25.0	(STM)	12.8	7.3	—	—	—	20.1
7/29/69	Great American Mortgage Investors	26.4	(STM)						
9/9/69	First Mortgage Investors	16.6	(STM)						

Tableau B-2 (suite)

Date de l'offre (1)	Nom (1)	Montant de l'offre (1)	Genre de trust (1)	Prêts à la construction pour résidence (2)	Prêts à la construction pour commerce (2)	Hypo- thèques à long terme pour résidence (2)	Hypo- thèques à long terme pour commerce (2)	Hypo- thèques secondaires et prêts d'aménagement (2)	Engagements totaux de portefeuille initial (2)
9/16/69	Diversified Mortgage Investors	150.0	(LTM)	107.2	60.0	—	—	.5	167.6
9/17/69	Medical Mortgage Investors	30.0	(LTM)	6.7	19.5	—	—	—	26.2
9/18/69	B. F. Saul Real Estate Investment Trust	15.9	(E.STM)	—	—	—	—	—	—
10/2/69	Lomas & Nettleton Mortgage Investors	22.5	(STM)	—	—	—	—	—	—
10/21/69	Alison Mortgage Investment Trust	15.5	(STM)	—	—	—	—	—	—
10/30/69	City Investing Mortgage Group	60.0	(STM)	—	—	—	—	—	—
10/30/69	Fidelity Mortgage Investors	35.0	(STM)	—	—	—	—	—	—
11/6/69	Hubbard Real Estate Investments	100.0	(E)	—	—	—	92.5	—	92.5
11/6/69	Mortgage Trust of America	63.4	(STM)	2.0	6.9	—	—	3.5	12.4
11/13/69	Atico Mortgage Investors	15.0	(STM)	6.1	5.6	—	—	2.7	14.4
11/14/69	Palomar Mortgage Investors	15.0	(E)	—	—	—	—	—	—
11/25/69	Cameron Brown Investment Group	40.8	(STM)	30.1	9.6	—	—	.4	40.1
11/25/69	Capital Mortgage Investments	20.0	(STM)	7.5	10.0	—	—	—	17.5
12/2/69	North America Mortgage Investors	14.4	(STM)	—	—	—	—	—	—
12/4/69	Colwell Mortgage Trust	15.0	(STM)	15.7	4.3	—	—	—	20.0
12/9/69	Citizens Mortgage Investment Trust	21.0	(STM)	17.9	11.2	—	—	—	29.1
12/11/69	Unionamerica Mortgage & Equity Trust	25.0	(STM)	11.9	1.5	—	—	—	19.4
12/18/69	B. F. Saul Real Estate Investment Trust	17.6	(E.STM)	4.3	9.0	—	—	—	13.3
1/22/70	First Mortgage Investors	35.0	(STM)	—	—	—	—	—	—
1/27/70	American Fletcher Mortgage Investors	25.5	(STM)	7.2	6.9	—	—	.4	15.5
2/3/70	Wachovia Realty Investments	65.0	(STM)	27.9	44.7	—	—	.4	73.0
2/18/70	Continental Mortgage Investors	80.0	(STM)	—	—	—	—	—	—
2/24/70	Guardian Mortgage Investors	15.0	(STM)	2.5	33.0	—	—	—	35.6
3/5/70	Mortgage Investors of Washington	6.0	(STM)	18.3	5.0	—	—	—	23.3
3/17/70	Connecticut General Mortgage and Realty Investments	120.0	(LTM)	16.0	66.4	4.8	7.0	—	94.2
3/19/70	Lincoln Mortgage Investors	22.0	(STM)	5.5	7.0	—	—	—	12.5
4/7/70	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments (3)	11.0	(E.STM)	—	—	—	—	—	—
4/7/70	The Goodrich Investors Group	11.0	(E.STM)	4.5	2.3	—	—	.3	7.0
4/14/70	Barnett Mortgage Trust	25.0	(STM)	22.0	39.7	9.1	12.3	—	83.2
4/14/70	MONY Mortgage Investors	100.0	(LTM)	—	—	—	—	—	—
4/16/70	American Century Mortgage Investors (3)	20.0	(STM)	—	—	—	—	—	—
6/4/70	Chase Manhattan Mortgage & Realty Trust	100.0	(STM)	25.9	257.3	—	—	.4	283.6

Tableau B-2 (suite)

6/30/70	Wells Fargo Mortgage Investors	75.0	(STM)	7.9	40.9	—	—	—	48.8
7/14/70	Bank America Realty Investors	76.5	(E)	23.7	45.9	—	—	—	69.7
7/16/70	Beneficial Standard Mortgage Investors	15.0	(STM)						
7/21/70	Lomas & Nettleton Mortgage Investors (3)	19.8	(STM)	15.1	5.1	—	—	—	20.0
7/22/70	First Pennsylvania Mortgage Trust	32.0	(STM)	44.2	28.0	—	—	.9	73.1
8/11/70	The Hotel Investors	22.5	(LTM)						
8/11/70	Cousins Mortgage & Equity Investments	42.5	(LTM)						
8/27/70	Fidelco Growth Investors	20.0	(LTM)	14.5	15.2	3.4	3.1	3.7	39.8
9/28/70	Citizens & Southern Realty Investors	50.0	(STM)						
10/1/70	BT Mortgage Investors	25.0	(E.STM)						
			(LTM)	12.7	5.4	—	—	.5	18.6
10/6/70	First Denver Mortgage Investors	30.0	(STM)	12.4	2.9	—	—	—	15.2
10/6/70	Mass. Mutual Mortgage & Realty Investment	100.0	(LTM)	1.8	33.7	32.3	34.1	—	101.9
			(STM)	26.2	10.9	—	—	.5	37.6
10/7/70	Associated Mortgage Investors	10.0	(STM)	10.7	78.3	5.0	28.4	5.9	128.4
10/29/70	Equitable Life Mortgage & Realty Inv.	150.0	(LTM)						
10/29/70	First Mortgage Investors	15.8	(STM)						
11/5/70	Great American Mortgage Investors	26.0	(STM)	11.6	.3	—	—	—	11.9
11/19/70	Tri-South Mortgage Investors	27.5	(STM)						
11/24/70	First Memphis Realty Trust	20.7	(LTM)						
12/3/70	Median Mortgage Investors	21.0	(LTM)						
12/10/70	Republic Mortgage Investors	15.0	(STM)						
12/17/70	PNB Mortgage Realty Trust	30.0	(LTM)	15.7	5.6	9.1	6.9	1.5	38.4
12/17/70	U.S. Leasing Real Estate Investors	30.0	(LTM)	2.9	25.1	—	—	1.5	29.5
12/17/70	Fidelity Mortgage Investors	35.0	(STM)	16.2	7.1	—	—	—	23.4
12/17/70	Alison Mortgage Investors	10.0	(STM)						
	Totaux	\$2 699,7		\$622.5	\$968.4	\$69.2	\$189.5	\$27.8	\$1,877.0
				33.16%	51.7%	3.69%	10.10%	1.48%	100.0%

Sources:

(1) Les chiffres pour la période de 1961 jusqu'au 31 août 1970 — W. B. Smith et B. R. Jacobson, "Real Estate Investment Trusts: In the Money and Here to Stay", *Real Estate Forum*, Octobre 1970; les chiffres pour la période du premier septembre 1970 au 31 décembre 1970 proviennent de diverses sources.

(2) Prospectus de nouvelles émissions de REIT.

* Genre de REIT

E	REIT de valeurs
LTM	REIT sur hypothèque à long terme
STM	REIT sur hypothèque à court terme (construction et aménagement)
E.STM	REIT de valeurs et sur hypothèque à court terme (REIT hybride)
E.STM.LTM	REIT de valeurs, sur hypothèque à court terme et sur hypothèque à long terme (REIT hybride)

** Les chiffres peuvent ne pas arriver au total donné parce qu'ils sont arrondis.

Tableau B-3

CHIFFRES DE STRUCTURE DU CAPITAL, FIN D'ANNÉE, POUR TROIS REITS À LA CONSTRUCTION
ET À L'AMÉNAGEMENT
(millions de dollars)

Exercice	Particip. d'actionnaires	Créance secondaire convertible	Créance prioritaire à long terme	Créance à court terme	Capital total	Participation d'action- naires	Créance secondaire convertible	Créance prioritaire à long terme	Créance à court terme
Continental Mortgage Investors									
1963	\$23,371	\$ —	\$ —	\$19,184	\$ 42,555	54.9%	—%	—%	45.1%
1964	23,431	—	—	40,600	64,031	36.6	—	—	63.4
1965	25,169	—	11,000	38,250	74,419	33.8	—	14.8	51.4
1966	32,258	—	24,320	41,911	98,489	32.8	—	24.7	42.6
1967	32,442	—	24,320	51,261	108,023	30.0	—	22.5	47.5
1968	38,097	—	52,320	55,176	145,593	26.2	—	35.9	37.9
1969	38,086	80,000	52,320	17,453	187,859	20.3	42.6	27.9	9.3
1970	38,353	165,000	51,654	33,511	288,518	13.3	57.2	17.9	11.6
Investisseurs sur première hypothèque (First Mortgage Investors)									
1962	15,020	—	—	—	15,020	100.0	—	—	—
1963	15,235	—	7,000	1,800	24,035	63.4	—	29.1	7.5
1964	15,122	4,194	10,459	27,900	57,675	26.2	7.3	18.1	48.4
1965	15,112	4,194	14,659	34,875	68,840	22.0	6.1	21.3	50.7
1966	16,355	3,852	14,378	38,281	72,886	22.4	5.3	19.7	52.5
1967	16,553	3,609	14,378	28,575	63,115	26.2	5.7	22.8	47.3
1968	19,275	821	15,475	31,366	66,937	28.8	1.2	23.1	46.9
1969	22,096	20,495	29,458	39,522	111,571	19.8	18.4	26.4	35.4
1970	45,549	47,610	28,733	72,639	194,531	23.4	24.5	14.8	37.3
Chase Manhattan Mortgage & Realty Trust									
1971 (3 ^e trim.)	95,357	14,774	—	154,195	264,326	36.1	5.6	—	58.3

Sources: Rapports financiers annuels et trimestriels.

Tableau B-4

CHIFFRES DE STRUCTURE DE CAPITAL, FIN D'ANNÉE, DE CINQ REITS D'INVESTISSEMENT À LONG TERME

<i>Fin d'année fiscale 31 mars 1971</i>	<i>Partic. d'action- naire</i>	<i>Créance ord. second.</i>	<i>Créance prioritaire à long terme</i>	<i>Créance à court terme</i>	<i>Capital total</i>	<i>Partic. d'action- naire</i>	<i>Créance ord. second.</i>	<i>Créance prioritaire à long terme</i>	<i>Créance à court terme</i>
Connecticut General Mortgage and Realty Investments (REIT sur hypothèque à long terme)									
1971	\$84 043	\$34 937	—	\$ 46 290	\$165 270	50,9%	21,1%	—	28,0%
MONY Mortgage Investors (REIT sur hypothèque à long terme)									
1971 (3e trim.) 28 fév.	47 655	48 628	—	7 815	104 098	45,8	46,7	—	7,5
Real Estate Investment Trust of America (REIT de valeurs)									
1962	25 390	—	\$11 289	—	36 679	69,2	—	30,8%	—
1963	25 425	—	11 723	—	37 148	68,4	—	31,6	—
1964	25 725	—	11 034	—	36 759	70,0	—	30,0	—
1965	26 087	—	9 816	—	35 903	72,7	—	27,3	—
1966	27 972	—	10 199	—	38 171	73,3	—	26,7	—
1967	28 219	—	10 312	—	38 531	73,2	—	26,8	—
1968	29 659	—	9 994	—	39 653	74,8	—	25,2	—
1969	32 933	—	9 482	—	42 415	77,6	—	22,4	—
1970	33 788	—	5 839	—	39 627	85,3	—	14,7	—
Bank America Realty Investors (REIT de valeurs)									
1971 (3e trim.) 30 avril 1970	93 924	17 091	—	19 230	130 245	72,1	13,1	—	14,8
Hubbard Real Estate Investments (REIT de valeurs)									
1970	92 981	—	—	—	92 981	100,0%	—	—	—

Source: Rapports financiers annuels et trimestriels.

Tableau B-5

OFFRE DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SOUSCRITES PUBLIQUEMENT,
EN EXCÉDENT DE 10 MILLIONS DE DOLLARS
(Pour la période de 1961 au 31 décembre 1970)

<i>Date de l'offre(1)</i>	<i>Nom(1)</i>	<i>Genre de REIT(1)</i>	<i>Unités(1)</i>
6/13/61	Real Estate Investment Trust of America	E	1 act.
9/21/61	First Mortgage Investors	LTM	1 act.
10/31/61	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	E	1 act.
3/13/61	National Realty Investors	E	1 act.
3/21/62	Continental Mortgage Investors	STM	1 act.
1/8/63	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	E	1 act.
3/19/68	U.S. Realty Investments	E,STM	1 act.
6/13/68	First Mortgage Investors	STM	\$1 000 Debs + 35 wts
6/21/68	Associated Mortgage Investors	STM	\$ 100 Conv Debs + 5 act.
11/26/68	General Mortgage Investments	STM	1 act.
12/20/68	Republic Mortgage Investors	STM	1 act. + 0.5 wt
2/27/69	Galbreath First Mortgage Investments	STM	1 act.
3/4/69	Guardian Mortgage Investors	STM	1 act.
3/6/69	Security Mortgage Investors	LTM	1 act.
4/2/69	The Mortgage Investment Group	STM	5 act. = 1 wt
4/24/69	Sutro Mortgage Investment Trust	STM	1 act.
5/15/69	U.S. Realty Investments	E,STM	\$1 000 Conv Debs
6/3/69	Fraser Mortgage Investments	STM	1 act.
6/17/69	Midland Mortgage Investors Trust	STM	4 act. + 1 wt
6/26/69	Larwin Mortgage Investors	STM	1 act.
6/26/69	Realty Income Trust	E,STM	1 act.
7/10/69	American Century Mortgage Investors	STM	1 act.
7/29/69	Great American Mortgage Investors	STM	1 act.
9/9/69	First Mortgage Investors	STM	1 act.
9/16/69	Diversified Mortgage Investors	LTM	\$1 000 Conv Debs + 100 act.
9/17/69	Medical Mortgage Investors	LTM	1 act.
9/18/69	B. F. Saul Real Estate Investment Trust	E,STM	1 act.
10/2/69	Lomas & Nettleton Mortgage Investors	STM	1 act.
10/21/69	Alison Mortgage Investment Trust	STM	1 act.
10/30/69	City Investing Mortgage Group	STM	1 act. + 1 wt
10/30/69	Fidelity Mortgage Investors	STM	1 act.
11/6/69	Hubbard Real Estate Investments	E	1 act.
11/6/69	Mortgage Trust of America	STM	1 act. + 1 wt
11/13/69	Atico Mortgage Investors	STM	1 act. + 1 wt
11/14/69	Palomar Mortgage Investors	E	1 act.
11/25/69	Cameron-Brown Investment Group	STM	1 act. + 1 wt
11/25/69	Capital Mortgage Investments	STM	1 act. + 1 wt
12/2/69	North American Mortgage Investors	STM	2 act. + 1 wt
12/4/69	Colwell Mortgage Trust	STM	1 act. + 1 wt
12/9/69	Citizens Mortgage Investment Trust	STM	1 act. + 0.5 wt
12/11/69	Unionamerica Mortgage and Equity Trust	STM	1 act. + 1 wt
12/18/69	B. F. Saul Real Estate Investment Trust	E,STM	1 act.
1/22/70	First Mortgage Investors	STM	\$1 000 Conv Debs
1/27/70	American Fletcher Mortgage Investors	STM	1 act. + 1 wt
2/3/70	Wachovia Realty Investments	STM	1 act.
2/18/70	Continental Mortgage Investors	STM	\$1 000 Conv Debs
2/24/70	Guardian Mortgage Investors	STM	\$1 000 Conv Debs
3/5/70	Mortgage Investors of Washington	STM	1 act.
3/17/70	Connecticut General Mortgage and Realty Investments	STM	\$1 000 Conv Debs + 1 wt
3/19/70	Lincoln Mortgage Investors	LTM	\$500 Conv Debs + 50 act.
		STM	\$100 Conv Debs + 6 act.

<i>Nombre d'unités(1)</i>	<i>Prix approximatif par unité(1)</i>	<i>Montant de l'offre(1)</i>	<i>Nombre d'actionnaires(2)</i>	<i>Souscripteur(s) gestionnaires(3)</i>
550 000	\$ 20	\$ 11 000 000	4 316	Paine Webber; Kidder, Peabody; Lee Higginson; Eastman, Dillon; Paine Webber
1 000 000	15	15 000 000		
1 060 000	12	13 250 000	10 159	Shields
1 000 000	15	15 000 000	2 716	Lee Higginson
1 700 000	15	25 500 000	9 927	Hornblower & Weeks
880 000	13	11 440 000	n.a.	Shields
900 000	13	11 812 500	7 801	Hornblower, Weeks
15 000	1 000	15 000 000		Eastman Dillon; Paine Webber
125 000	200	25 000 000		Shearson, Hammill; New York Securities
1 000 000	15	15 000 000	3 700	Stein Bros. & Boyce; Hayden, Miller
1 500 000	20	30 000 000	4 500	F. I. Dupont; A. C. Allan
700 000	25	17 500 000	3 532	Hayden, Miller
500 000	25	12 500 000	1 200	Shearson, Hammill
1 648 359	10	16 483 590		Allen
450 000	100	45 000 000		New York Securities
1 600 000	16	25 600 000	3 220	Shields & Co.; Mitchum, Jones & Templeton
20 000	1 000	20 000 000		Hornblower & Weeks
1 000 000	18	18 000 000	Approx. 2 700	McDonald & Co.
400 000	50	20 000 000	2 340	Stone & Webster; Lombard Vitalis
2 000 000	20	40 000 000	Approx. 2 500	Shields & Co.; Mitchum, Jones
650 000	16	10 725 000	2 000	G. H. Walker; Paine Webber
1 250 000	20	25 000 000	Approx. 7 500	Merrill Lynch; Pierce, Wulbern
1 256 821	21	26 393 241	2 854	Kidder, Peabody; Russ & Co.
925 000	18	16 650 000	Approx. 7 700	Eastman Dillon; Union Securities; Paine Webber
50 000	3 000	150 000 000	6 911	Hornblower & Weeks
1 200 000	25	30 000 000	2 750	Smith, Barney
1 350 000	11	15 862 800	plus de 2 000	Clark, Dodge
900 000	25	22 500 000		Dominick; Rausher Pierce
775 000	20	15 500 000		Glore, Forgan; Wm. R. Staats
3 000 000	20	60 000 000	2 766	Lehman Bros.
1 750 000	20	35 000 000		Walston
4 000 000	25	100 000 000	26 033	Merrill Lynch
3 168 540	20	63 370 800		Kidder, Peabody
1 000 000	15	15 000 000		Shields
600 000	25	15 000 000	1 040	E. F. Hutton
1 750 000	25	40 750 000		Loeb, Rhoades
1 000 000	20	20 000 000	4 500	Legg & Cl.; Mackall & Coe
300 000	48	14 400 000	Approx. 3 000	E. F. Hutton
750 000	20	15 000 000	1 600	Dean Witter
700 000	30	21 000 000	4 500	Smith Barney; Goodbody & Co.
1 250 000	20	25 000 000	Approx. 2 000	Lehman Bros.; Dean Witter
1 500 000	11	17 625 000	plus de 2 000	Clark, Dodge
35 000	1 000	35 000 000		Eastman Dillon; Paine Webber
500 000	25	12 500 000		Goldman, Sachs
3 250 000	20	65 000 000	Approx. 8 000	Merrill Lynch
80 000	1 000	80 000 000		Hornblower & Weeks
15 000	1 000	15 000 000		Shearson, Hammill
200 000	25	5 000 000		Shearson, Hammill
6 000	1 000	6 000 000	Approx. 2 700	Johnston, Lemon; Loeb, Rhoades
1 000 000	15	15 000 000	Approx. 2 700	Johnston, Lemon; Loeb, Rhoades
60 000	2 000	120 000 000	3 300	Lazard Freres
110 000	200	22 000 000	5 700	W. E. Hutton; Wagenseller & Durst

Tableau B-5 (suite)

OFFRE DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER SOUSCRITES PUBLIQUEMENT,
EN EXCÉDENT DE 10 MILLIONS DE DOLLARS
(Pour la période de 1961 au 31 décembre 1970)

<i>Date de l'offre(1)</i>	<i>Nom(1)</i>	<i>Genre de REIT(1)</i>	<i>Unités(1)</i>
4/7/70	First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments	E,STM	1 act.
4/7/70	The Goodrich Investors Group	E,STM	1 act.
4/14/70	Barnett Mortgage Trust	STM	1 act. + 1 wt
4/14/70	MONY Mortgage Investors	LTM	\$500 Conv Debs + 50 shs
4/16/70	American Century Mortgage Investors	STM	\$1 000 Conv Debs + 20 wts
6/4/70	Chase Manhattan Mortgage and Realty Trust	STM	\$100 Conv Debs + 6 shs
6/30/70	Wells Fargo Mortgage Investors	STM	1 act. + 0.5 wt
7/14/70	Bank America Realty Investors	E	\$300 Conv Debs + 30 act.
7/16/70	Beneficial Standard Mortgage Investors	STM	1 act. + 1 wt
7/21/70	Lomas & Nettleton Mortgage Investors	STM	1 act.
7/22/70	First Pennsylvania Mortgage Trust	STM	1 act. + 0.5 wt
8/11/70	The Hotel Investors	LTM	2 \$100 Conv Debs + 5 act.
8/11/70	Cousins Mortgage and Equity Investments	LTM	1 act.
8/27/70	Fidelco Growth Investors	LTM	1 act. + 0.5 wt
8/28/70	Citizens & Southern Realty Inv.	STM	1 act. + 1 wt
10/1/70	BT Mortgage Investors	E,STM,LTM	\$100 Conv Debs + 6 act.
10/6/70	First Denver Mortgage Inv.	STM	
10/6/70	Mass. Mutual Mortgage & Realty Investment	LTM	
10/7/70	Associated Mortgage Investors	STM	\$1 000 Debs + 10 wts
10/29/70	Equitable Life Mortgage & Realty Inv.	LTM	\$100 Conv Debs + 4 act.
10/29/70	First Mortgage Investors	STM	\$100 Debs
11/5/70	Great American Mortgage Investors	STM	1 act.
11/19/70	Tri-South Mortgage Investors	STM	
11/24/70	First Memphis Realty Trust	LTM	
12/3/70	Median Mortgage Investors	LTM	
12/10/70	Republic Mortgage Investors	STM	
12/17/70	PNB Mortgage & Realty Trust	LTM	1 act. + 1 wt
12/17/70	U.S. Leasing Real Estate Inv.	LTM	1 act. + 1 wt
12/17/70	Fidelity Mortgage Investors	STM	1 act.
12/17/70	Alison Mortgage Investors	STM	

Genre de REIT

E	REIT de valeurs
LTM	REIT sur hypothèque à long terme
STM	REIT sur hypothèque à court terme (construction et aménagement)
E.STM	REIT de valeurs et sur hypothèque à court terme (REIT hybride)
E.STM.LTM	REIT de valeurs, sur hypothèque à court terme et sur hypothèque à long terme (REIT hybride)

<i>Nombre d'unités(1)</i>	<i>Prix approximatif par unité(1)</i>	<i>Montant de l'offre(1)</i>	<i>Nombre d'actionnaires(2)</i>	<i>Souscripteur(s) gestionnaires(3)</i>
1 000 000	11	11 000 000	1 905	Shields
1 000 000	11	11 000 000		Shields & Co.
1 250 000	20	25 000 000		Reynold
100 000	1 000	100 000 000		Eastman Dillon; Lazard Freres
20 000	1 000	20 000 000		Merrill Lynch; Wulbern, Murphey
400 000	250	100 000 000		Lehman Bros.; Lazard Freres
3 750 000	20	75 000 000		Eastman Dillon; Merrill Lynch
85 000	900	76 500 000		Blyth & Co.; Dean Witter
750 000	20	15 000 000		
720 000	27	19 800 000		Dominick; Rausher Pierce
1 600 000	20	32 000 000	Merrill Lynch; Smith, Barney	
75 000	300	22 500 000		
2 125 000	20	42 500 000	Merrill Lynch; The Robinson-Humphrey	
800 000	25	20 000 000		
2 500 000	20	50 000 000	Dean Witter; Lehman Bros.	
100 000	250	25 000 000	Eastman Dillon; Merrill Lynch	
		30 000 000	Morgan Stanley	
		100 000 000	White, Weld	
10 000	1 000	10 000 000	1 112	Shearson, Hammill; New York Securities
750 000	200	150 000 000	Goldman, Sachs	
160 000	99	15 840 000	Eastman Dillon; Paine Webber	
1 256 821	21	26 000 000	Kidder, Peabody; Russ & Co.	
		27 500 000		
		20 700 000	Loeb, Rhoades; White Weld; J. C. Bradford	
		21 000 000	Eastman Dillon; Paine Webber	
		15 000 000	F. I. Dupont; A. C. Allyn	
1 500 000	20	30 000 000	Paine Webber; Shearson, Hammill	
1 200 000	25	30 000 000	Smith, Barney; Dupont Glore	
			Forgan; E. F. Hutton	
1 750 000	20	35 000 000	Walston & Co.	
		10 000 000	Glore, Forgan; Wm. R. Staats	
		<u>\$2 699 702 931</u>		

Sources:

- (1) Les chiffres pour la période de 1961 jusqu'au 31 août 1970 — W. B. Smith and B. R. Jacobson, "Real Estate Investment Trusts: In the Money and Here to Stay" *Real Estate Forum*, Octobre 1970; pour la période du premier septembre 1970 jusqu'au 31 décembre 1970 — diverses sources.
- (2) *NAREIF Handbook of Member Trusts 1970*, National Association of Real Estate Investment Funds, New Haven, 1970.
- (3) Diverses Sources.

Tableau B-6

COMPORTEMENT SUR LE MARCHÉ DE CMI ET DE FMI

Année fiscale	Continental Mortgage Investors					First Mortgage Investors						
	Revenu brut(1) (milliers de dollars)	Revenu net(1) (milliers de dollars)	Revenu par action*(1)	Rapport de prix à gains (2) (a)		Revenu brut(1) (milliers de dollars)	Revenu net(1) (milliers de dollars)	Revenu par action*(1)	Rapport de prix à gains (2) (a)			
1971	N/A	N/A	N/A	126¾	102¾	N/A	\$24 508	\$8 261	\$2.03	48½	38½	N/A
1970(b)	\$26 171	\$9 907	\$0.75	24¼	12½	24X	14 228	3 898	1.40	24½	18½	15X
1969(b)	17 300	6 654	0.50	50¾	29½	40X	7 581	2 053	0.92	33°	17¼	27X
1968(c)	10 736	4 702	0.75	36¼	22¾	14X	5 105	1 563	0.77	24½	21½	20X
1967	8 975	3 922	0.64	52°	27¼	21X	5 061	1 436	0.75	18¼	12¾	13X
1966	7 373	3 289	0.58	34½	21°	17X	5 093	1 433	0.79	19°	12¾	13X
1965	5 273	2 619	0.48	35½	23½	20X	4 246	1 151	0.64	21¼	13¾	17X
1964	3 751	1 942	0.38	22½	15¾	50X	2 735	953	0.53	17¾	14°	30X
1963	2 074	1 309	0.25	16¼	9¾	52X	1 252	665	0.38	16¼	8¾	33X
1962(d)(e)							186	44	0.04			

* Les chiffres sont entièrement dilués pour les conversions complètes des créances convertibles et des autorisations.

Remarques: (a) Chiffres fondés sur prix haut-bas moyens.

(b) Chiffres pour CMI redressés pour les fractionnements de 3 pour 1, le 16 août 1968 et les fractionnements de 2 pour 1, le 16 février 1970.

(c) Les chiffres de FMI redressés pour le fractionnement de 8 pour 5, le 26 septembre 1968.

(d) Les actions de CMI furent offertes à l'origine, le 22 mars 1962, à \$15 l'action, par Hemphill, Noyes & Co. and Paine, Webber, Jackson & Curtis.

(e) Les actions de FMI furent offertes à l'origine, le 22 septembre 1961, à \$15 par action par Shearson, Hammill & Co.

Source: (1) Les chiffres sont tirés de *Moody's Bank & Finance Manual* de Moody's Investors Service, Inc., New York, 1963, 1964, 1965, 1967, 1968.

(2) Calculés par McLeod, Young, Weir & Company Limited.

Tableau B-7

STATISTIQUES COMPARATIVES DU MARCHÉ, PAR GENRE DE REIT

<i>Nom</i>	<i>Valeur comptable par action</i> (1)	<i>Gains annuels estimatifs comme % de la valeur comptable</i> (2)	<i>Prix du marché par action</i> (3)	<i>Rapport du prix aux gains</i> (2)(3)(4)	<i>Rendement annuel estimatif comme % de la valeur marchande</i> (2)
REITS de valeurs et REITS hybrides					
Am Realty-ASE(4)	\$ 8.38	16.12	\$10.00	7.4x	6,0
Amico Prop-OTC(4)	3.74	13.10	4.63	9.4	9,7
Cabot C & T-OTC	19.28	—	22.25	—	—
Denver REI-OTC(4)	9.82	7.74	8.88	11.7	6,8
First Union-ASE(4)	9.20	13.04	12.75	10.6	6,9
Franklin RIt-ASE(4)	10.41	7.30	10.38	13.7	7,3
Genl Growth-WSJ(4)	7.69	14.04	23.13	21.4	3,5
Goodrich Inv-OTC(4)	9.64	11.20	10.00	9.3	9,0
Groul Inv Tr-WSJ(4)	8.24	9.34	7.75	—	—
Greenfield RE-WSJ(4)	14.94	13.52	18.25	9.0	8,8
Hubbard REI-NYSE	23.22	7.06	24.50	14.9	5,9
Kavanau Re-ASE(4)	3.94	19.54	6.50	8.4	—
Mobile Hm Com-OTC	9.45	9.74	9.50	10.3	4,9
Mutual REIT-WSJ(4)	6.72	2.97	4.00	20.0	3,8
Nat Realty-ASE(4)	11.30	5.93	11.38	17.0	7,0
Penn REIT-ASE	10.75	11.35	12.00	9.8	7,1
REIT Am-ASE(4)	21.56	7.05	25.00	16.4	5,6
Realty Inc Tr-ASE	14.20	9.69	16.88	16.9	5,9
Riviere RIt-OTC(4)	9.08	7.04	8.25	9.4	10,7
Saul (BF)-OTC	11.88	10.10	19.38	16.2	6,4
US Leasing RE In-ASE	22.60	5.49	22.25	17.9	4,9
US Realty-ASE(4)	13.38	11.96	20.13	12.6	7,5
Washington RI-WSJ(4)	8.87	11.35	12.50	13.2	7,7
Wisconsin RL-WSJ(4)	8.81	8.62	11.13	14.6	7,2
C & D REITS (Indépendants)					
Assoc Mtg-ASE	22.10	13.67	30.50	10.1	7,9
Capital Mtg-WSJ	18.71	11.33	26.50	12.5	7,8
Cont Mtg-NYSE	9.73	11.51	22.88	20.4	4,7
First Mtg-NYSE	16.10	11.67	32.63	17.4	6,7
Genl Mtg-ASE	12.91	9.60	15.50	12.5	8,0
Mtg Inv Wash-WSJ	14.20	7.88	15.00	13.4	8,0
Repub Mtg-ASE	18.39	10.01	21.25	11.5	9,4
Western MI-WSJ	9.03	6.64	8.50	14.2	6,6
C & D REITS (parrainés par une banque hypothécaire)					
Alison Mtg-ASE	18.71	9.40	21.37	12.1	9,7
Atico Mtg-ASE	14.04	13.39	21.50	11.4	8,4
Citizens Mtg-WSJ	14.07	9.10	15.00	11.7	8,0
Colwell Mtg-WSJ	18.79	11.71	26.75	12.2	7,5
Fraser Mtg-WSJ	17.05	14.31	29.12	12.1	8,2
Galbreath-WSJ	26.52	10.56	29.25	10.4	9,3
Guardian Mtg-ASE	24.10	13.11	34.25	10.8	8,9
Heitman Mtg-OTC	9.30	—	11.63	—	—
Larwin MI-ASE	18.79	10.64	24.50	12.2	7,8
Lomas & Nettleton-WSJ	23.10	12.47	40.00	13.9	7,2
Midland Mtg-ASE	11.71	10.13	15.63	14.0	6,9
M & T Mtg Inv-WSJ	10.27	9.56	13.50	13.0	7,7
No Am Mtg-NYSE	13.44	15.77	28.75	13.6	7,4
Palomar Mtg-WSJ	11.80	12.20	17.38	12.1	8,1
Sutro Mtg-ASE	14.68	11.17	19.63	12.0	8,8
C & D REITS (parrainés par une banque commerciale)					
Am Fletcher-ASE	23.39	9.92	30.25	13.0	8,2
Barnett Mtg-WSJ	18.67	10.92	22.00	10.8	7,3
Cam Brown-WSJ	23.83	11.08	29.25	11.1	7,9
Chase Man Mtg-NYSE	24.89	9.64	47.50	19.8	4,6

Tableau B-7 (suite)

STATISTIQUES COMPARATIVES DU MARCHÉ, PAR GENRE DE REIT

Nom	Valeur comptable par action (1)	Gains annuels estimatifs comme % de la valeur comptable (2)	Prix du marché par action (3)	Rapport du prix aux gains (2)(3)(4)	Rendement annuel estimatif comme % de la valeur marchande (2)
REITS de valeurs et REITS hybrides					
Citinat Dev-OTC	\$18.75	8.53	\$21.75	13.6x	8,7
Citizens & Southern-OTC	18.57	9.26	27.75	16.1	6,2
Cont. Illinois-NYSE	18.45	13.01	32.75	13.6	7,3
First of Denver-ASE	18.40	6.09	19.88	17.8	5,6
First Penn Mtg-WSJ	18.60	8.82	23.88	14.6	6,9
Tri-South Mtg-OTC	18.12	—	24.25	—	—
Unionam MI-ASE	18.66	10.93	25.00	12.3	8,2
Wachovia RI-NYSE	18.81	11.70	29.88	13.6	7,4
Wells Fargo-WSJ	18.54	7.12	19.13	14.5	6,3
REITS sur hypothèque à long terme (parrains indiqués par le nom)					
Am Cent Mtg-ASE	19.65	11.60	25.75	11.3	8,2
Benef Std Mtg-WSJ	18.61	9.89	19.00	10.3	10,0
C I Mtg-NYSE	18.91	9.06	20.88	12.1	8,2
Fidelity Mtg-ASE	19.25	11.01	21.38	10.1	9,4
Grt Am Mtg-WSJ	13.65	12.29	27.00	15.3	7,0
Lincoln MI-WSJ	9.90	8.89	10.00	11.4	10,0
Mtg Tr Am-WSJ	19.20	11.67	24.75	11.0	8,9
Nat Mtg-WSJ	9.78	12.68	11.13	9.0	10,8
Security Mtg-ASE	5.69	15.47	20.50	23.3	4,3
REITS sur hypothèque à terme intermédiaire (indépendants)					
Diver Mtg-NYSE	19.98	10.81	29.12	13.5	7,0
Median Mtg-WSJ	9.35	—	13.00	—	—
C & D REITS (autres qu'établissements financiers, divers parrains)					
BT Mtg Inv-ASE	24.87	12.55	37.88	12.1	5,3
Bank Amer-WSJ	19.22	8.74	28.00	16.7	5,0
Cleve Trust R I-OTC	18.30	—	20.00	—	—
Conn Gen Mtg-NYSE	20.62	8.54	32.63	18.5	4,9
Cousins Mtg-ASE	18.72	5.34	24.38	15.2	6,6
Equit Life Mtg-NYSE	24.73	6.67	32.12	19.1	5,0
Fidelico Growth-WSJ	21.94	6.79	27.63	11.5	8,7
First Memphis-OTC	18.49	8.65	20.00	12.5	7,2
Gulf Mtg-OTC	18.21	—	20.38	—	—
Hotel Inv-WSJ	18.29	7.88	24.50	16.1	5,7
Mass Mutual-NYSE	19.58	6.15	26.75	22.3	4,5
Medical Mtg-WSJ	23.00	11.30	25.00	10.4	9,6
MONY Mtg Inv-NYSE	10.06	9.15	13.25	14.4	6,9
NW Mutual-OTC	16.88	—	24.25	—	—
Old Stone Mtg	11.47	7.32	14.25	17.0	5,6
PNB Mtg & RI-OTC	18.18	—	22.00	—	—
State Mutual Inv-OTC	19.22	—	23.75	—	—

(1) La valeur comptable par action est redressée pour la conversion de toutes les débetures convertibles.

(2) Les gains annuels sont prisés en se fondant sur les gains calculés sur une base annuelle pour le dernier trimestre sans redressement pour les variations saisonnières.

(3) Cote au 19 avril 1971.

(4) Le cash flow est tenu pour un gain.

Clé: NYSE-New York Stock Exchange
OTC-Over the Counter

ASE-American Stock Exchange
WSJ-Wall Street Journal

Source: *Realty Trust Review*, Audit Publications, Inc., le premier mars 1971, voir Annexe 3. Les chiffres pour les gains comme pourcentage de la valeur comptable furent calculés par McLeod, Young, Weir & Company Limited.

Annexe C

Données de documentation pour le Chapitre 8

par R. M. Wingfield, C.A.

Comparaisons de l'impôt sur le revenu au Canada

HYPOTHÈSES

1. Objectif

Comparer l'imposition du revenu hypothécaire que les intermédiaires gagnent et qui est transmis aux détenteurs du droit d'usufruit (société ou particulier).

2. Situation

Pour éviter les complications de la dépréciation, tout le revenu de l'entité est tenu hypothétiquement comme s'il provenait d'investissements hypothécaires et de titres à court terme, comme suit:

Intérêt hypothécaire	\$140 000
Autre revenu-intérêt	10 000
	<u>\$150 000</u>

On admet hypothétiquement que le revenu subit l'effet spéculatif accru et qu'on en dispose comme suit:

Intérêt à long terme et à court terme	\$ 50 000
Impôt sur le revenu, dividendes et gains retenus	100 000
	<u>\$150 000</u>

3. Taux d'impôt

Les taux d'impôt admis sont les suivants en ce qui concerne l'Ontario:

	<u>Maintenant</u>	<u>Réforme</u>
corporations	53,41%	52%
particuliers	51,5 % (tranche de \$25 000 à 40 000)	51,2%

Les récipiendaires des distributions sont tenus hypothétiquement pour des résidents canadiens du genre ordinaire qui paient de l'impôt — c'est-à-dire des compagnies ouvertes ou des particuliers.

4. Tableaux

Les tableaux comparent les résultats après l'impôt vis-à-vis de l'entité et vis-à-vis des sociétés ou des particuliers qui sont récipiendaires de dividendes ou de distributions.

5. Distribution immédiate

Le *Tableau C-1* présente la situation actuelle de l'impôt.

Le *Tableau C-2* présente la situation telle que proposée par le Livre blanc de novembre 1969 sur la réforme fiscale.

On note que la compagnie de placements (article 69) ne rencontre pas l'objectif parce que le revenu-intérêt dépasse le maximum permis, en se prévalant de l'option pour ce statut.

Aux *Tableaux C-1* et *C-2*, tout le revenu est traité comme s'il était distribué et transmis au niveau suivant. Aux *Tableaux C-3* et *C-4*, on fait une présentation semblable dans le cas où aucun revenu n'est distribué couramment mais est accumulé et payé subséquemment. Il est nécessaire de démontrer l'effet de ce choix dans le temps parce que certains organismes sont conçus en vue d'accumuler le revenu pour des raisons non fiscales.

Tableau C-1

COMPARAISONS DE L'IMPÔT SUR LE REVENU AU CANADA
 INVESTISSEMENT HYPOTHÉCAIRE, DISTRIBUTION IMMÉDIATE, LOI FISCALE DE 1970

	Particulier	Association	Corporation personnelle	Compagnie fermée - option d'association	Fiducie		Police sur la vie, fonds ségrégés	Compagnie	
					Famille	Fonds mutuels		Fermée aucune option	Ouverte
Revenu au détenteur d'hypothèque									
Revenu-intérêt hypothécaire	\$150 000								
Déduire intérêt payé	50 000								
Revenu-intérêt net	\$100 000	\$100 000	\$100 000	Proposition de réforme fiscale seulement	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000
Déduire — distributions									
— distributions présumées		100 000	100 000		100 000	100 000			
Intermédiaire — revenu imposable		\$ —	\$ —				100 000		
— Impôt des sociétés —					\$ —	\$ —	\$ —	\$100 000	\$100 000
premiers \$35 000 à 23,54%								\$ 8 239	\$ 8 239
sold à 53,41%								34 717	34 717
total								\$ 42 956	\$ 42 956
— Solde du revenu pour les dividendes								\$ 57 044	\$ 57 044
Propriétaires bénéficiaires									
S'il s'agit totalement de corporations:									
Revenu		\$100 000	N/D		N/D	\$100 000	N/D	\$ 57 044	\$ 57 044
Impôt au taux marginal de 53,41%		53 410				53 410		exempt	exempt
Revenu après impôt		\$ 46 590	N/D		N/D	\$ 46 590	N/D	\$ 57 044	\$ 57 044
S'il s'agit totalement de particuliers:									
Revenu	\$100 000	\$100 000	\$100 000		\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$ 57 044	\$ 57 044
Impôt au taux marginal de 50%	\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 50 000		\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 28 522	\$ 28 522
Déduire dégrèvement fiscal pour dividendes	—	—	—		—	—	—	11 409	11 409
Taux de base (marginal)	\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 50 000		\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 17 113	\$ 17 113
Ajouter surtaxe de 3%	1 500	1 500	1 500		1 500	1 500	1 500	513	513
Impôt sur le revenu fédéral et provincial	\$ 51 500	\$ 51 500	\$ 51 500		\$ 51 500	\$ 51 500	\$ 51 500	\$ 17 626	\$ 17 626
Revenu après l'impôt	\$ 48 500	\$ 48 500	\$ 48 500		\$ 48 500	\$ 48 500	\$ 48 500	\$ 39 418	\$ 39 418

Tableau C-2

COMPARAISONS DE L'IMPÔT SUR LE REVENU AU CANADA
 INVESTISSEMENT HYPOTHÉCAIRE, DISTRIBUTION IMMÉDIATE, RÉFORME FISCALE PROPOSÉE

	Particulier	Association	Corporation personnelle	Compagnie fermée - option d'association	Fiducie		Police sur la vie, fonds ségrévés	Compagnie	
					Famille	Fonds mutuels		Fermée aucune option	Ouverte
Revenu au détenteur d'hypothèque									
Revenu-intérêt hypothécaire	\$150 000								
Déduire intérêt payé	50 000								
Revenu-intérêt net	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000
Déduire — distributions					100 000				
— distributions présumées		100 000	100 000	100 000			100 000		
Intermédiaire				\$ —	\$ —	\$100 000	\$ —	\$100 000	\$100 000
— revenu imposable		\$ —	\$ —			52 000		52 000	\$ 52 000
— Impôt des sociétés à 52%						\$ 48 000		\$ 48 000	\$ 48 000
— Solde du revenu pour les dividendes									
Propriétaires bénéficiaires									
S'il s'agit totalement de corporations:									
Revenu	N/D	\$100 000	N/D	\$100 000	N/D	\$ 48 000	N/D	\$ 48 000	\$ 48 000
Ajouter pour impôt à dégrever		—		—		24 000		48 000	\$ 24 000
Revenu imposable		\$100 000		\$100 000		\$ 72 000		\$ 96 000	\$ 72 000
Impôt à 52% ou 33 1/3%		\$ 52 000		\$ 52 000		\$ 24 000		\$ 49 920	\$ 24 000
Dégrèvement fiscal		—		—		24 000		48 000	\$ 24 000
Impôt sur le revenu fédéral et provincial		\$ 52 000		\$ 52 000		\$ —		\$ 1 920	\$ —
Revenu après impôt		\$ 48 000		\$ 48 000		\$ 48 000		\$ 46 080	\$ 48 000
S'il s'agit totalement de particuliers:									
Revenu	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$ 48 000	\$100 000	\$ 48 000	\$ 48 000
Ajouter pour impôt à dégrever		—		—		24 000		48 000	\$ 24 000
Revenu imposable	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$ 72 000	\$100 000	\$ 96 000	\$ 72 000
Impôt au taux marginal de 51.2%	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 36 864	\$ 51 200	\$ 49 152	\$ 36 864
Dégrèvement fiscal		—		—		24 000		48 000	\$ 24 000
Impôt sur le revenu fédéral et provincial	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 51 200	\$ 12 864	\$ 51 200	\$ 1 152	\$ 12 864
Revenu après impôt	\$ 48 800	\$ 48 800	\$ 48 800	\$ 48 800	\$ 48 800	\$ 35 136	\$ 48 800	\$ 46 848	\$ 35 136

Tableau C-3

COMPARAISONS DE L'IMPÔT SUR LE REVENU AU CANADA
PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRE, DISTRIBUTION REPORTÉE, LOI FISCALE DE 1970

	<u>Fiducie</u>		<u>Compagnie</u>		<u>Caisse de retraite</u>
	<u>Famille</u>	<u>Fonds mutuels</u>	<u>Fermée aucune option</u>	<u>Ouverte</u>	
Revenu au détenteur d'hypothèque					
Intérêt hypothécaire	\$150 000				
Déduire — intérêt payé	50 000				
Revenu-intérêt net	<u>\$100 000</u>	<u>\$100 000</u>	<u>\$100 000</u>	<u>\$100 000</u>	<u>\$100 000</u>
Admettre que tout le revenu est accumulé					
Revenu imposable — détenteur d'hypothèque	\$100 000	\$100 000	\$100 000	\$100 000	exempt
Taux fiscal — société (y compris taux bas)			42 956	42 956	
— particulier	53 451	53 451	\$ 57 044	\$ 57 044	\$100 000
Montant accumulé après impôt	\$ 46 549	\$ 46 549			
A un moment subséquent					
Montant présumé distribué	\$ 46 549	\$ 46 549	\$ 57 044	\$ 57 044	\$100 000
Propriétaires bénéficiaires lors de la distribution:					
S'il s'agit totalement de corporations:					
Revenu	N/D	Capital	exempt	exempt	N/D
Impôt au taux marginal de 53,41%	—	—	—	—	—
Impôt sur le revenu fédéral et provincial	—	—	—	—	—
Revenu après impôt	N/D	\$ 46 549	\$ 57 044	\$ 57 044	N/D
S'il s'agit totalement de particuliers:					
Revenu	Capital	Capital	\$ 57 044	\$ 57 044	\$100 000 ¹
Impôt au taux marginal de 50%			\$ 28 522	\$ 28 522	\$ 50 000
Déduire dégrèvement fiscal pour dividendes			11 409	11 409	—
Taux de base (marginal)			\$ 17 113	\$ 17 113	\$ 50 000
Ajouter surtaxe de 3%			513	513	1 500
Impôt sur le revenu fédéral et provincial			\$ 17 626	\$ 17 626	\$ 51 500
Revenu après l'impôt	\$ 46 549	\$ 46 549	\$ 39 418	\$ 39 418	\$ 48 500

Remarque: Impôt de succession au lieu de l'impôt sur le revenu, en cas de bénéfice au décès.

Tableau C-4

COMPARAISONS DE L'IMPÔT SUR LE REVENU AU CANADA
PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES, DISTRIBUTION REPORTÉE, RÉFORME FISCALE PROPOSÉE

	<u>Fiducie</u>		<u>Compagnie</u>		<u>Caisse de retraite</u>
	<u>Famille</u>	<u>Fonds mutuels</u>	<u>Fermée aucune option</u>	<u>Ouverte</u>	
Revenu au détenteur d'hypothèque					
Intérêt hypothécaire	\$150 000				
Déduire — intérêt payé	50 000		\$100 000	\$100 000	\$100 000
Revenu-intérêt net	<u>\$100 000</u>	<u>\$100 000</u>			
Admettre que tout le revenu est accumulé			\$100 000	\$100 000	exempt
Revenu imposable — détenteur d'hypothèque	\$100 000	\$100 000	52 000	52 000	
Taux fiscal — société (y compris taux bas)		52 000			
— particulier	51 200		\$ 48 000	\$ 48 000	\$100 000
Montant accumulé après impôt	<u>\$ 48 800</u>	<u>\$ 48 000</u>			
A un moment subséquent					
Montant présumé distribué	\$ 48 800	\$ 48 000	\$ 48 000	\$ 48 000	\$100 000
Propriétaires bénéficiaires lors de la distribution:					
S'il s'agit totalement de corporations:					
Revenu	N/A	\$ 48 000	\$ 48 000	\$ 48 000	N/A
Ajouter pour impôt à dégrever		24 000	48 000	24 000	
Revenu imposable		<u>\$ 72 000</u>	<u>\$ 96 000</u>	<u>\$ 72 000</u>	
Impôt à 52% ou 33 1/3% ¹		\$ 24 000	\$ 49 920	\$ 24 000	
Dégrèvement fiscal		24 000	48 000	24 000	
Impôt sur le revenu, fédéral et provincial		<u>\$ —</u>	<u>\$ 1 920</u>	<u>\$ —</u>	
Revenu après impôt		\$ 48 000	\$ 46 080	\$ 48 000	
S'il s'agit totalement de particuliers:					
Revenu	capital	\$ 48 000	\$ 48 000	\$ 48 000	\$100 000
Ajouter pour impôt à dégrever		24 000	48 000	24 000	—
Revenu imposable		<u>\$ 72 000</u>	<u>\$ 96 000</u>	<u>\$ 72 000</u>	<u>\$100 000</u>
Impôt au taux marginal de 51,2%		\$ 36 864	\$ 49 152	\$ 36 864	\$ 51 200
Dégrèvement fiscal ¹		24 000	48 000	24 000	—
Impôt sur le revenu fédéral et provincial		<u>\$ 12 864</u>	<u>\$ 1 152</u>	<u>\$ 12 864</u>	<u>\$ 51 200</u>
Revenu après impôt	\$ 48 800	\$ 35 136	\$ 46 848	\$ 35 136	\$ 48 800

Remarque: 1. Le taux de 33 1/3% peut être redressé par la réforme fiscale provinciale.

Tableau C-5

NOUVELLE PRÉSENTATION DU NIVEAU DES PRIX

Année	Niveau général des prix		Dépréciation			Taux d'impôt des sociétés,	Impôt sur le revenu reporté	
	Indices ¹	Facteur ²	5% D/B	2½% S/L	Différence	Ontario	Autrefois	Actuel \$
1961	100,0	134,5	\$ 50 000	\$ 25 000	\$ 25 000	52%	\$13 000	\$17 485
1962	101,4	132,64	47 500	25 000	22 500	51%	11 475	15 220
1963	103,3	130,21	45 100	25 000	20 100	51%	10 251	13 348
1964	105,8	127,13	42 900	25 000	17 900	51%	9 129	11 606
1965	109,5	122,83	40 700	25 000	15 700	51%	8 007	9 835
1966	114,5	117,47	38 700	25 000	13 700	51%	6 987	8 208
1967	118,4	113,60	36 800	25 000	11 800	52%	6 136	6 970
1968	122,6	109,71	34 900	25 000	9 900	53,41%	5 288	5 801
1969	128,4	104,75	33 200	25 000	8 200	53,41%	4 380	4 588
1970	133,6	100,00	31 500	25 000	6 500	53,41%	3 472	3 472
			<u>\$401 300</u>	<u>\$250 000</u>	<u>\$151 300</u>		<u>\$78 125</u>	<u>\$96 533</u>

¹ BFS — Indices des prix — moyenne annuelle implicite, PNB.

² Fondé sur le quatrième trimestre 1970, indice de 134,5.

Remarque au bilan présenté de nouveau:

Dans une présentation stricte, une partie de l'augmentation de l'avoir, telle que présentée de nouveau, devrait être déduite du coût redéclaré de la propriété. Cela est en rapport avec la créance à long terme et serait proportionné au rapport de la créance à l'avoir. Ce montant serait réalisé cependant, à la disposition de l'édifice.

Annexe D
Extrait du Bill C-209

21-22 ELIZABETH II

Loi créant des mécanismes et des institutions supplémentaires de financement dans le domaine du commerce des hypothèques grevant des propriétés résidentielles au Canada

[*Première lecture, le 15 mai 1972*]

COMPAGNIES DE PLACEMENTS
HYPOTHÉCAIRES

S.R., c. L-12

17. La *Loi sur les compagnies de prêt* est modifiée par l'adjonction de la Partie suivante:

«PARTIE II

Dispositions particulières concernant les compagnies de placements hypothécaires

Compagnie de placements hypothécaires

101. (1) Lorsqu'une compagnie de prêt demande ou détient, en vertu de l'article 69, un permis l'autorisant à faire les opérations d'une compagnie de prêt et demande de se faire qualifier, dans ce permis, compagnie de placements hypothécaires, le Ministre peut acquiescer à cette dernière demande s'il estime que la compagnie pourra se conformer aux exigences de la présente Partie.

Application de la présente Partie

(2) Lorsqu'une compagnie est qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu du paragraphe (1), elle a qualité de compagnie de placements hypothécaires et les dispositions de la présente Partie lui sont applicables.

Restriction ou pouvoir d'emprunter

102. (1) Nonobstant l'article 68, le solde total des emprunts d'une compagnie de placements hypothécaires ne doit à aucun moment dépasser le triple de l'excédent de l'actif de la compagnie sur son passif.

Calcul des sommes empruntées

(2) Aux fins du paragraphe (1), le principal non payé afférent aux droits ou privilèges grevant les immeubles ou les biens tenus à bail de la compagnie de placements hypothécaires, doit être compris dans le calcul de l'ensemble des montants empruntés par la compagnie.

Placement en immeubles et biens tenus à bail

103. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut placer ses fonds en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, pour la production de revenu, soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéficiaires, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*, si l'immeuble ou le bien tenu à bail a produit, au cours de chacune des trois années qui ont précédé la date du placement, un revenu net qui, s'il se maintenait au cours des années suivantes, serait suffisant pour produire des intérêts constituant un rendement raisonnable pour la somme placée dans l'immeuble ou le bien tenu à bail et pour rembourser quatre-vingt-cinq pour cent au moins de cette somme au cours du reste de la période d'utilisation économiquement rentable des améliorations apportées à l'immeuble ou au bien tenu à bail, ce remboursement ne pouvant toutefois s'échelonner sur plus de quarante ans, à partir de la date du placement. La compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer ou vendre l'immeuble ou le bien tenu à bail ou l'aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Non-application des alinéas 60(1) h) et i)

(2) Le sous-alinéa 60(1)h(iii) et l'alinéa 60(1)i) ne s'appliquent pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le paragraphe (1).

Autres placements

104. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut, sous réserve des dispositions particulières du présent article, effectuer des placements et des prêts non autorisés par les paragraphes 60(1) à (4) ou par la présente Partie, y compris des placements en immeubles ou en biens tenus à bail.

Production de revenu

(2) Les placements en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, ne peuvent être faits, en application du paragraphe (1), que pour la production d'un revenu et la compagnie de placements hypothécaires peut les faire soit seule, soit conjointement

avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*; la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer, louer ou vendre ces immeubles ou biens tenus à bail ou les aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Réserve

(3) Le présent article est censé

a) ne pas étendre le pouvoir de faire des placements hypothécaires ou de consentir des prêts sur la garantie d'immeubles ou de biens tenus à bail que confèrent les paragraphes 60(1) et (2);

b) ne pas porter atteinte à l'application de l'alinéa 60(1)e) en ce qui concerne la proportion maximale des actions ordinaires et de l'ensemble des actions d'une corporation qu'il est permis d'acheter; et

c) ne pas porter atteinte à l'application du paragraphe 60(3).

Limite

(4) Le paragraphe 60(5) ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le paragraphe (1); toutefois, la valeur globale des placements faits en vertu du paragraphe (1) et conservés par la compagnie, à l'exclusion de ceux qui, abstraction faite de ce paragraphe, sont autorisés ou l'ont été à quelque moment depuis qu'ils ont été effectués, ne doit pas excéder sept pour cent de la valeur comptable de l'actif total de la compagnie.

Non-application de l'art. 65

(5) L'article 65 ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie de placements hypothécaires.

Administrateurs communs

105. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion, le nombre de ses administrateurs qui sont également administrateurs ou membres de la direction de la corporation ou qui sont aussi membres de la direction de la firme ou en font partie ne peut être supérieur à quatre ni au quart des administrateurs de la compagnie de placements hypothécaires.

Sociétés de placements et de gestion

(2) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec

une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion,

a) un administrateur de la corporation,

b) une personne ou un groupe de personnes qui est un actionnaire important de la corporation, ou

c) une personne qui est membre de la direction de la corporation ou qui est membre de la direction de la firme ou en fait partie

sont respectivement censés être, aux fins de l'article 60.3, un administrateur, un actionnaire important ou un membre de la direction de la compagnie de placements hypothécaires.

Opérations interdites

(3) Une compagnie de placements hypothécaires ne peut acheter ou autrement acquérir d'une personne ou d'une corporation un élément d'actif, ni lui vendre ou céder de quelque autre façon un élément d'actif, si, aux termes de l'article 60.3, elle ne peut consentir de prêt à cette personne ou placer des fonds dans cette corporation; toutefois, cette disposition ne s'applique pas en matière d'hypothèques garantissant le remboursement d'un prêt assuré en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* ou acquises au plus tard dans les six mois suivant la date à laquelle la compagnie a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu de l'article 101.

Niveau des liquidités

106. (1) Nonobstant toute disposition de la Partie I, une compagnie de placements hypothécaires doit gérer ses affaires de façon que le montant global

a) de tous les remboursements du principal des hypothèques qu'elle détient et dont il est raisonnable de prévoir la perception dans l'année,

b) des sommes afférentes à ses autres placements et échéant dans l'année,

c) du crédit ouvert par des banques à charte au Canada conformément aux conditions fixées par le surintendant, et

d) de l'argent en caisse ou en dépôt dans une banque ou un autre établissement de dépôt agréé par le surintendant,

soit, à tout moment, égal ou supérieur au montant global de tous ses engagements

hypothécaires venant à échéance dans l'année et de tous les titres de créance émis par elle et échéant dans l'année.

«dans l'année»

(2) Au présent article, l'expression «dans l'année» désigne la période de douze mois suivant le mois où est fait le calcul.

Champ d'action

107. Une compagnie de placements hypothécaires ne doit pas exercer son entreprise ailleurs qu'au Canada.

Les actions sont des placements admissibles

108. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I de la présente loi, les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêt respectivement régies par ces lois; ne sont toutefois pas haussées

a) la proportion maximale des fonds de ces compagnies qui peut être placée, à quelque moment que ce soit, en actions ordinaires de corporations, et

b) la proportion maximale des actions de toute corporation qui peut être achetée par ces compagnies,

selon les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie fiduciaire sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie qu'elle détient mais le placement de deniers en fiducie garantie en actions d'une compagnie de placements hypothécaires est soumis aux restrictions contenues dans l'acte créant la fiducie.

Les débetures sont des placements admissibles

109. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I de la présente loi, les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêts respectivement régies par ces lois; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peuvent dépasser les placements de ces com-

panies en obligations, débetures, actions ou autres valeurs d'une corporation suivant les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie de fiducie sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie détenus par la compagnie de fiducie, mais un placement de tels deniers en débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires est assujéti aux restrictions que peut contenir l'acte créant la fiducie.

Fonds d'une compagnie d'assurance britannique

110. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*,

a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et

b) les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie britannique a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Fonds d'une compagnie d'assurance étrangère

(2) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères*,

a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et

b) les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie d'assurance étrangère a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Limitation des placements

111. (1) Sous réserve des paragraphes (2) et (3), une compagnie de placements hypothécaires

a) doit posséder et conserver un actif constitué, pour quarante pour cent au

moins de sa valeur comptable, de tout ou partie des éléments suivants:

(i) placements hypothécaires grevant des propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant les propriétés résidentielles* ou prêts dont le remboursement est garanti par de telles propriétés, et

(ii) fonds en caisse ou en dépôt dans une banque ou autre établissement de dépôt agréé par le Surintendant; et

b) doit posséder et conserver un actif constitué, pour soixante-six et deux tiers pour cent au moins de sa valeur comptable, de tout ou partie des éléments suivants:

(i) placements, prêts, espèces et dépôts visés à l'alinéa a);

(ii) propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*; et

(iii) actions du capital social de compagnies dont l'actif est constitué, pour quatre-vingt-cinq pour cent au moins, de propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*.

Idem

compagnie sa qualité de compagnie de placements hypothécaires ou refuser de la qualifier telle lors d'un renouvellement de son permis en vertu de l'article 69.

(2) Une compagnie qui, dans son permis, a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires peut, sur approbation préalable donnée par ses actionnaires réunis en assemblée ordinaire ou extraordinaire, demander au Ministre de lui retirer cette qualité; le Ministre doit alors rayer la qualification du permis avec effet immédiat ou à une date ultérieure qu'il fixe.

Effet

(3) La présente Partie cesse de s'appliquer à une compagnie de prêt à partir de la date où celle-ci cesse d'être qualifiée compagnie de placements hypothécaires.»

STATUT FISCAL DES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

S.R. de 1952,
c. 148;
1970-71-72,
c. 63

18. (1) La *Loi de l'impôt sur le revenu* est modifiée par l'insertion, à la suite de l'article 130, de la rubrique et de l'article qui suivent:

«Corporations de placements hypothécaires

Déduction de l'impôt

130.1 (1) Lors du calcul du revenu, pour une année d'imposition, d'une corporation qui a été, pendant toute l'année, une corporation de placements hypothécaires,

a) peut être déduit le total formé

(i) de tous les dividendes imposables, autres que les dividendes sur les gains en capital, versés par la corporation au cours de l'année ou dans les 90 jours qui suivent la fin de l'année (sans excéder la fraction du revenu imposable de la corporation pour l'année, déterminée sans tenir compte des dispositions du présent alinéa, qui est en sus des gains en capital imposés de la corporation pour l'année), et

(ii) 1/2 de tous les dividendes sur les gains en capital versés par la corporation au cours de l'année ou dans les 90 jours qui suivent la fin de l'année, dans la mesure où ces dividendes ne pouvaient pas être déduits par la corporation lors du calcul de son revenu pour l'année précédente; et

b) aucune déduction ne peut être faite

Idem

(2) Le total

a) de la valeur comptable des placements d'une compagnie de placements hypothécaires en actions de capital social visées au sous-alinéa (1)b)(iii), ainsi que

b) de la valeur des placements d'une compagnie de placements hypothécaires en immeubles ou en biens tenus à bail, avant déduction des charges ou privilèges y afférents

ne doit pas dépasser vingt-cinq pour cent de la valeur comptable de son actif total.

Valeur comptable

(3) Aux fins du sous-alinéa (1)b)(ii), la valeur comptable des propriétés résidentielles qui y ont visées est égale à leur valeur avant déduction des charges ou privilèges y afférents.

Retrait de la qualité

112. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires ne se conforme pas à l'une quelconque des exigences de la présente Partie, le Ministre peut retirer à la

en vertu de l'article 112 au titre des dividendes imposables qu'elle a reçus d'autres corporations.

Dividende assimilé à des intérêts d'obligations

(2) Aux fins de la présente loi, tout montant reçu d'une corporation de placements hypothécaires par un actionnaire de la corporation au titre d'un dividende imposable, autre qu'un dividende sur les gains en capital, est réputé avoir été reçu par l'actionnaire à titre d'intérêt payable sur une obligation émise par la corporation après 1971.

Application du paragraphe (2)

(3) Le paragraphe (2) s'applique lorsque le dividende imposable (autre qu'un dividende sur les gains en capital) qui est visé à ce paragraphe a été versé soit au cours d'une année d'imposition tout au long de laquelle la corporation qui l'a versé était une corporation de placements hypothécaires, soit dans les 90 jours qui suivent la fin de cette année.

Dividende sur des gains en capital

(4) Lorsque à une date donnée au cours de la période commençant 91 jours après le début d'une année d'imposition d'une corporation qui a été pendant toute l'année une corporation de placements hypothécaires et se terminant 90 jours après la fin de l'année, un dividende est versé par la corporation à ses actionnaires, si la corporation en fait le choix relativement à la totalité du dividende, de la manière et dans la forme prescrites et à la date donnée ou avant cette date ou le premier jour du paiement d'une partie du dividende, si ce jour est antérieur à cette date donnée,

a) le dividende est réputé être un dividende sur les gains en capital dans la mesure où il n'est pas supérieur

(i) au double des gains en capital imposés de la corporation pour l'année moins,

(ii) le cas échéant, la partie de tout dividende versé par la corporation au cours de la période et avant la date donnée, qui est réputée aux termes du présent paragraphe être un dividende sur les gains en capital; et

b) nonobstant toute autre disposition de la présente loi, tout montant reçu par un contribuable dans une année d'imposition au titre du dividende est considéré, lors du calcul de son revenu pour l'année,

non pas comme le revenu d'une action du capital-actions de la corporation, mais comme un gain en capital du contribuable pour l'année, tiré de la disposition d'un bien en immobilisations.

Corporation publique

(5) Nonobstant toute autre disposition de la présente loi, une corporation de placements hypothécaires est réputée être une corporation publique.

Sens de l'expression «corporations de placements hypothécaires»

(6) Aux fins du présent article, une corporation est une corporation de placements hypothécaires pendant toute une année d'imposition si, pendant toute l'année,

a) elle était une corporation canadienne;

b) sa seule activité était le placement de fonds de la corporation et elle ne gérait ni ne mettait en valeur des biens immobiliers;

c) les biens de la corporation n'étaient (i) ni des créances garanties par des biens immobiliers situés hors du Canada,

(ii) ni des créances sur des non-résidents, à l'exclusion de celles qui étaient garanties par des biens immobiliers situés au Canada,

(iii) ni des actions du capital-actions de corporations ne résidant pas au Canada,

(iv) ni des biens immobiliers situés hors du Canada ni un droit de tenure à bail sur ces biens;

d) sous réserve des paragraphes (7) et (8), le nombre des actionnaires de la corporation n'était pas inférieur à 100 et aucun actionnaire ne détenait plus de 25% des actions émises du capital-actions de la corporation;

e) le coût indiqué, pour la corporation, de ceux de ses biens qui étaient

(i) des créances garanties

(A) par des biens immobiliers situés au Canada, et

(B) par des hypothèques dans lesquelles les compagnies de prêt peuvent investir leurs fonds, en vertu de l'article 60 de la *Loi sur les compagnies de prêt*,

(ii) des biens immobiliers situés au Canada, y compris les droits de tenure à bail sur ces biens, et

(iii) des obligations émises ou garan-

ties par le gouvernement du Canada ou d'une province, plus toute somme d'argent de la corporation, y compris les dépôts figurant à son crédit dans les livres

(iv) d'une banque ou autre corporation dont certains des dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, ou

(v) d'une caisse de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6), représentait au moins 85% du coût indiqué de tous ses biens;

f) le coût indiqué, pour la corporation, de ceux de ses biens qui étaient

(i) des créances garanties par des propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, soit sous la forme d'hypothèques, soit de toute autre manière, (ii) des propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, et

(iii) des dépôts figurant au crédit de la corporation dans les livres

(A) d'une banque ou autre corporation dont certains dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, ou

(B) d'une caisse de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6), plus le montant de l'argent qu'elle avait en caisse représentaient au moins 66⅔% du coût indiqué de tous ses biens, et le coût indiqué, pour la corporation, de l'ensemble de ses biens visés aux sous-alinéas (i) et (iii) plus le montant de l'argent qu'elle avait en caisse représentaient au moins 40% du coût indiqué de tous ses biens;

g) le coût indiqué, pour la corporation, de tous ses biens immobiliers, y compris les droits de tenure à bail sur ces biens (à l'exception des biens immobiliers que la corporation a acquis par forclusion ou autrement, après manquement aux engagements résultant d'un mortgage, d'une hypothèque ou d'une convention de vente de biens immobiliers) n'excédait pas 25% du coût indiqué de tous ses biens; et

h) ses engagements n'ont jamais été au cours de l'année supérieurs au triple de l'excédent du coût indiqué de tous ses biens sur le montant de ses obligations.

Calcul du nombre d'actionnaires

(7) Aux fins de l'alinéa (6)d), une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou par un régime de participation différée aux bénéfices qui détient des actions du capital-actions d'une corporation de placements hypothécaires est considéré comme équivalant à 20 actionnaires de la corporation et une fiducie régie par un régime enregistré d'épargne-retraite qui détient des actions du capital-actions d'une corporation de placements hypothécaires est considéré comme un seul actionnaire; mais lorsqu'il s'agit de calculer le nombre maximal d'actions du capital-actions d'une corporation de placements hypothécaires qui peuvent être détenues par une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou un régime de participation différée aux bénéfices, la fiducie est considérée comme un seul actionnaire.

Première année d'imposition

(8) Aux fins du paragraphe (6), une corporation de placements hypothécaires qui a été constituée après l'entrée en vigueur du présent article est réputée avoir rempli les conditions de l'alinéa (6)d) pendant toute sa première année d'imposition si elle les remplissait le dernier jour de cette année d'imposition.

Définitions

«engagements»

(9) Dans le présent article,

a) «engagements» d'une corporation à une date donnée désigne la totalité des dettes de la corporation et de ses autres obligations de payer une somme d'argent, qui n'avaient pas été acquittées à cette date; et

«gains en capital imposés»

b) «gains en capital imposés» a le sens que donne à cette expression l'alinéa 130(3)b).»

(2) Le paragraphe (1) s'applique à toute année d'imposition d'une corporation de placements hypothécaires commençant après 1971.

(3) Le paragraphe 184(2) et les paragraphes 185(1) et (2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* sont abrogés et remplacés par ce qui suit:

Impôt sur l'excédent du dividende en capital ou sur les dividendes sur gains de capital payé par une corporation

«(2) Lorsqu'une corporation a fait un choix en vertu du paragraphe 83(2), 130.1(3) ou 131(1) relativement au montant global d'un dividende quelconque payable par cette corporation sur toute catégorie d'actions de son capital-actions et que le montant global du dividende dépasse la partie de celui-ci réputée, en vertu de ce paragraphe, être un dividende en capital ou un dividende sur les gains en capital, selon le cas, la corporation doit, en vertu de la présente Partie, et, au moment du choix, payer un impôt d'un montant égal,

a) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 83(2), au montant de l'excédent,

b) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 130.1(3), à 3/4 de l'excédent, et

c) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 131(1), à 1/3 de l'excédent.

Etablissement de l'impôt

185. (1) Le Ministre examinera avec toute la célérité possible chaque choix fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(3) ou 131(1), selon le cas, établira l'impôt payable en vertu de la présente Partie, si impôt il y a, à l'égard du choix et enverra un avis de cotisation à la corporation.

Paiement de l'impôt et des intérêts

(2) Lorsqu'un choix a été fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(3) ou 131(1), selon le cas, la corporation paiera, dans les 30 jours de l'envoi par la poste de l'avis de cotisation en vertu de la présente Partie, à l'égard du choix, au receveur général du Canada, la partie de l'impôt établi et des pénalités qui est alors impayée, qu'il y ait ou non en instance une opposition ou un appel à l'égard de la cotisation et paiera, en plus, des intérêts sur cette partie, au taux annuel prescrit à compter du jour du choix jusqu'au jour du paiement, qu'elle ait été payée ou non dans le délai de 30 jours.»

(4) Le paragraphe 212(2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* est abrogé et remplacé par ce qui suit:

Impôt sur dividendes

«(2) Toute personne non résidente

paie un impôt sur le revenu de 25% sur toute somme qu'une corporation résidant au Canada lui paie ou porte à son crédit ou est réputée, selon la Partie I, lui payer ou porter à son crédit, au titre ou en paiement intégral ou partiel d'un dividende imposable (autre qu'un dividende provenant de gains en capital, au sens que donne à cette expression le paragraphe 130.1(4), 131(1) ou 133(7.1)) ou d'un dividende en capital.»

L'article 17 du bill assimilerait les compagnies de placements hypothécaires à une sorte particulière de compagnies de prêt fédérales.

Article 18(4) du bill: Le paragraphe 212(2) se lit actuellement comme suit:

«(2) Toute personne non résidente paie un impôt sur le revenu de 25% sur toute somme qu'une corporation résidant au Canada lui paie ou porte à son crédit ou est réputée, selon la Partie I, lui payer ou porter à son crédit, au titre ou en paiement intégral ou partiel d'un dividende imposable (autre qu'un dividende provenant de gains en capital, au sens que donne à cette expression le paragraphe 131(1) ou 133(7.1)) ou d'un dividende en capital.»

Article 18(3) du bill: Le paragraphe 184(2) se lit actuellement comme suit:

«(2) Lorsqu'une corporation a fait un choix en vertu du paragraphe 83(2) ou 131(1) relativement au montant global d'un dividende quelconque payable par cette corporation sur toute catégorie d'actions de son capital-actions et que le montant global du dividende dépasse la partie de celui-ci réputée, en vertu de ce paragraphe, être un dividende en capital ou un dividende sur les gains en capital, selon le cas, la corporation doit, en vertu de la présente Partie, et, au moment du choix, payer un impôt d'un montant égal,

a) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 83(2), au montant de l'excédent, et

b) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 131(1), à 1/3 de l'excédent.»

Les paragraphes 185(1) et (2) se lisent actuellement comme suit:

«185. (1) Le Ministre examinera avec toute la célérité possible chaque choix fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2) ou 131(1), selon le cas, établira l'impôt payable en vertu de la présente Partie, si impôt il y a, à l'égard du choix et enverra un avis de cotisation à la corporation.

(2) Lorsqu'un choix a été fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2) ou 131(1), selon le cas, la corporation paiera, dans les 30 jours de l'envoi par la poste de l'avis de cotisation en vertu de la présente Partie, à l'égard du choix, au receveur général du Canada, la partie de l'impôt établi et des pénalités qui est alors impayée, qu'il y ait ou non en instance une opposition ou un appel à l'égard de la cotisation et paiera, en plus, des intérêts sur cette partie, au taux annuel prescrit à compter du jour du choix jusqu'au jour du paiement, qu'elle ait été payée ou non dans le délai de 30 jours.»

Annexe E
Extrait du Bill C-135

21-22 ELIZABETH II

CHAPITRE 49

Loi créant des mécanismes et institutions supplémentaires de financement dans le domaine du commerce des hypothèques grevant des propriétés résidentielles au Canada

[Sanctionnée le 21 décembre 1973]

Sa Majesté, sur l'avis et du consentement du Sénat et de la Chambre des communes du Canada, décrète:

TITRE ABRÉGÉ

Titre abrégé

1. La présente loi peut être citée sous le titre: *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles.*

INTERPRÉTATION

Définitions

2. (1) Dans la présente loi,

«propriété résidentielle»

«propriété résidentielle» désigne une maison ou les propriétés comprises dans un projet d'habitations;

«Société»

«Société» désigne la Bourse fédérale d'hypothèques constituée par l'article 4.

Expressions de la Loi nationale sur l'habitation

(2) Dans la présente loi, les expressions «hypothèque», «maison» et «projet d'habitations» ont le sens que leur donne la *Loi nationale sur l'habitation.*

OBJET DE LA LOI

Objet

3. La présente loi a pour objet d'accroître la possibilité de commercialiser les hypothèques consenties sur des propriétés résidentielles situées au Canada et de rendre plus efficace la participation du secteur privé de l'économie au financement des habitations au Canada.

BOURSE FÉDÉRALE D'HYPOTHÈQUES

Constitution en corporation

Constitution en corporation

4. (1) Sont constituées en corporation, sous forme de compagnie ayant un capital-actions, sous le nom de «Bourse fédérale d'hypothèques», les personnes, au nombre

de dix au plus, que peut désigner le gouverneur en conseil, ainsi que les personnes qui seront, en quelque temps que ce soit, actionnaires de la Société.

Application de la Loi sur les compagnies de prêt

(2) Sauf disposition contraire de la présente loi, la Société jouit de tous les pouvoirs, privilèges et immunités que confère la *Loi sur les compagnies de prêt* et elle est soumise à toutes les dispositions de cette loi et notamment à toutes les limitations et obligations qu'elle impose.

Premiers administrateurs

5. (1) Les personnes que le gouverneur en conseil désigne en vertu de l'article 4 sont les administrateurs provisoires de la Société.

Pouvoir de suppléer aux vacances

(2) Si un administrateur provisoire démissionne, démissionne ou devient incapable d'exercer ses fonctions, le gouverneur en conseil peut désigner une personne pour le remplacer.

Objets

Objets

6. La Corporation a pour objet

a) d'acquérir et de céder à titre onéreux des hypothèques grevant des propriétés résidentielles et appartenant à la catégorie des placements admissibles aux termes de la *Loi sur les compagnies de prêt*;

b) de s'engager à acquérir ou à céder à titre onéreux des hypothèques visées à l'alinéa a); et

c) de consentir des prêts d'une durée d'un an au plus dont le remboursement est garanti par des hypothèques visées à l'alinéa a).

Capital social

Capital autorisé

7. (1) La Société aura un capital-actions de cent millions de dollars divisé en actions ayant une valeur au pair de dix dollars chacune.

Chiffre de la souscription

(2) Les administrateurs provisoires ne pourront convoquer une assemblée générale des actionnaires avant que le montant de

la souscription ait atteint un million de dollars.

Début de l'exploitation

(3) La Société ne pourra commencer ses opérations avant que le montant de la souscription à son capital-actions ait atteint un million de dollars et celui des versements y afférents, cent mille dollars.

Siège social

Siège social

8. Le siège social de la Société sera situé, à l'origine, à l'endroit du Canada que le gouverneur en conseil pourra désigner et, par la suite, à l'endroit du Canada que les actionnaires de la Société pourront déterminer par règlement.

Pouvoirs de la Société

Pouvoirs auxiliaires

9. (1) La Société peut exercer, à titre de pouvoirs auxiliaires à ses objets, tout ou partie des pouvoirs suivants, à savoir:

a) le pouvoir d'émettre et d'attribuer des actions entièrement libérées de la Société en paiement partiel ou total de tout bien acheté ou autrement acquis par elle;

b) le pouvoir de faire des dépôts

(i) dans les banques et autres corporations dont certains dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, et

(ii) dans les caisses de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6) de la *Loi de l'impôt sur le revenu*

et d'acheter et vendre des titres de créance à court terme émis par ces banques, corporations et caisses de crédit;

c) le pouvoir d'affecter ceux de ses fonds qui ne sont pas autrement utilisés à la poursuite de ses objets à des placements qu'autorise le paragraphe 60(1) de la *Loi sur les compagnies de prêt*; et

d) le pouvoir de faire toutes les autres choses qui sont accessoires ou favorables à la réalisation des objets et à l'exercice des pouvoirs de la Société.

Restriction au pouvoir d'emprunter

(2) Le solde total des emprunts de la Société ne devra à aucun moment dépasser trois cents millions de dollars ou toute autre somme plus élevée que le gouverneur en conseil pourra fixer à l'occasion.

Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat

10. (1) La *Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat*, nonobstant son article 6, s'applique à la Société; elle cesse de s'y appliquer à la date où le nom de la Société est retranché de l'annexe D de la *Loi sur l'administration financière*.

Corporation de propriétaire

(2) Le nom de la Société figurera à l'annexe D de la *Loi sur l'administration financière*. Lorsque le gouvernement du Canada détiendra moins de cinquante pour cent des actions émises et en circulation de la Société, le nom de celle-ci sera retranché de l'annexe D de cette loi par décret du gouverneur en conseil.

Taxes et droits provinciaux

(3) Aux fins de la *Loi sur les corporations de la Couronne (Taxes et droits provinciaux)*, le nom de la Société est censé figurer à l'annexe de cette loi tant que la *Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat* s'applique à la Société.

Loi sur les biens de surplus de la Couronne

(4) La *Loi sur les biens de surplus de la Couronne* ne s'applique pas à la Société.

Application de la *Loi sur les compagnies de prêt*

11. (1) Les dispositions suivantes de la *Loi sur les compagnies de prêt* ne s'appliquent pas à l'égard de la Société, à savoir: les articles 14, 36, 37, 60, 60.1 et 60.2, l'alinéa 60.3(1)c) et les articles 61.1, 62, 65 et 68.

Idem

(2) Durant toute période pendant laquelle la Société est mandataire de Sa Majesté, en application du paragraphe 10(1), les dispositions suivantes de la *Loi sur les compagnies de prêt* ne s'appliquent pas à l'égard de la Société, à savoir: les articles 13, 18 et 32, les alinéas 58(11)b) et 58(12)b), le paragraphe 58(13) et les articles 60.4, 69, 70, 71.1, 71.2 et 72 à 75.

Application de l'article 13 de la *Loi sur les compagnies de prêt*

(3) Lorsque la Société cesse d'être mandataire de Sa Majesté, l'article 13 de la *Loi sur les compagnies de prêt* s'applique à son égard comme si elle avait été constituée en corporation à la date où elle a cessé d'être mandataire de Sa Majesté.

Participation du gouvernement

Première émission d'actions

12. (1) La première offre d'action de la Société doit être faite au gouvernement du Canada et le ministre des Finances doit souscrire, acheter et détenir ces actions pour le gouvernement du Canada.

Emissions ultérieures

(2) Avec l'approbation du gouverneur en conseil, le ministre des Finances peut, à l'occasion, souscrire, acheter et détenir, pour le gouvernement du Canada, des actions du capital-actions de la Société émises ultérieurement.

Modalité de l'enregistrement et de l'exercice des droits de vote

(3) Les actions de la Société achetées pour le gouvernement du Canada doivent être enregistrées dans les livres de la Société au nom de Sa Majesté du chef du Canada, représentée par le ministre des Finances, et les droits de vote y afférents peuvent être exercés, pour le compte de Sa Majesté, par le ministre des Finances ou par le fondé de pouvoirs autorisé de ce dernier.

Aliénation des actions et des valeurs

(4) Avec l'approbation du gouverneur en conseil, mais sous réserve de l'article 15, le ministre des Finances peut, à l'occasion, aliéner des actions ou des valeurs de la Société détenues par Sa Majesté du chef du Canada et le produit intégral d'une telle aliénation est versé au Fonds du revenu consolidé.

Limite

(5) Le gouvernement du Canada ne peut placer ni s'engager à placer en actions de la Société plus de cinquante millions de dollars au total.

Prêts du gouvernement

13. (1) Sous réserve du paragraphe (2), le ministre des Finances peut consentir des prêts à la Société, selon les modalités auxquelles le gouverneur en conseil aura donné son approbation, et il peut acquérir et détenir des valeurs de la Société à titre de preuve de ces prêts.

Limite

(2) Le solde total des prêts consentis à la Société en vertu du présent article ne devra à aucun moment dépasser la somme de deux cent vingt-cinq millions de dollars.

Cas où des prêts provenant d'autres sources sont requis

(3) Nonobstant la limite fixée au paragraphe (2), le solde global des prêts consentis en vertu du présent article ne doit à aucun moment dépasser cent cinquante millions de dollars à moins que le solde global des prêts provenant de sources autres que les revenus du gouvernement du Canada ou des organismes de celui-ci ne soit au moins égal à l'excédent.

Prélèvement sur le F.R.C.

14. Sous réserve des paragraphes 12(5) et 13(2), le ministre des Finances peut autoriser le prélèvement d'avances sur le Fonds du revenu consolidé pour l'acqui-

sition d'actions de la Société ou l'octroi de prêts à cette dernière.

Portefeuille du gouvernement

15. Jusqu'à l'établissement d'une disposition contraire par le Parlement, la Société et le ministre des Finances doivent veiller à ce que plus de cinquante pour cent des actions en circulation émises par la Société soient, à tout moment, détenues pour le gouvernement du Canada.

Dispositions générales

Fonds des compagnies d'assurance, de fiducie et de prêts

16. (1) Les débetures et autres titres de créance émis par la Société appartiennent à la catégorie des placements qui sont autorisés pour les fonds d'une corporation à laquelle s'applique la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, la *Loi sur les compagnies de prêt* ou la *Loi sur les compagnies fiduciaires*.

Avoir placé en fiducie

(2) Les débetures et autres titres de créance émis par la Société, dans lesquels une compagnie d'assurance étrangère ou britannique a placé ses fonds, peuvent être placés en fiducie au Canada par la compagnie d'assurance étrangère en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères* ou par la compagnie d'assurance britannique en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurances canadiennes et britanniques*.

Derniers en fiducie garantie

(3) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie de fiducie sont censés comprendre les deniers détenus en fiducie garantie par la compagnie de fiducie, mais un placement en débetures ou autres titres de créance de la Société est assujéti aux restrictions que peut contenir l'acte créant la fiducie.

COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

S.R., c. L-12

17. La *Loi sur les compagnies de prêt* est modifiée par l'adjonction de la Partie suivante:

«PARTIE II

Dispositions particulières concernant les compagnies de placements hypothécaires

Compagnie de placements hypothécaires

101. (1) Lorsqu'une compagnie de prêt demande ou détient, en vertu de l'article 69, un permis l'autorisant à faire

les opérations d'une compagnie de prêt et demande de se faire qualifier, dans ce permis, compagnie de placements hypothécaires, le Ministre peut acquiescer à cette dernière demande s'il estime que la compagnie pourra se conformer aux exigences de la présente Partie.

Application de la présente Partie

(2) Lorsqu'une compagnie est qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu du paragraphe (1), elle a qualité de compagnie de placements hypothécaires et les dispositions de la présente Partie lui sont applicables.

Restriction ou pouvoir d'emprunter

102. (1) Nonobstant l'article 68, le solde total des emprunts d'une compagnie de placements hypothécaires ne doit à aucun moment dépasser le quintuple de l'excédent de la valeur comptable de l'actif de la compagnie sur son passif; toutefois, si, à un moment donné, la valeur comptable de l'actif de la compagnie sous forme

a) de placements dans des *mortgages* ou hypothèques grevant des propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, ou de prêts dont le remboursement est garanti par de telles propriétés, et

b) d'argent en caisse ou en dépôt dans une banque ou un autre établissement de dépôt approuvé par le surintendant,

est inférieur aux deux tiers de la valeur comptable de l'actif de la compagnie, le solde total des emprunts de la compagnie ne doit pas dépasser à ce moment le triple de l'excédent de la valeur comptable de son actif sur son passif.

Calcul des sommes empruntées

(2) Aux fins du paragraphe (1), le principal non payé afférent aux droits ou privilèges grevant les immeubles ou les biens tenus à bail de la compagnie de placements hypothécaires doit être compris dans le calcul des sommes empruntées par la compagnie.

Placement en immeubles et biens tenus à bail

103. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut placer ses fonds en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, pour la production de revenu, soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un

régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéficiaires, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*,

a) si un bail concernant l'immeuble ou le bien tenu à bail est passé ou garanti

(i) par le gouvernement de la province où sont situés les immeubles ou les biens tenus à bail, par un organisme de celui-ci, par une municipalité de cette province ou par un organisme d'une telle municipalité, ou

(ii) par une corporation, dont les actions privilégiées ou ordinaires sont, à la date du placement, autorisées comme placement par les alinéas 60 (1)d) ou e) ou par ces alinéas tels qu'ils résultent de leur modification par l'article 60.1, et

b) si le bail prévoit un revenu net suffisant pour produire des intérêts constituant un rendement raisonnable au cours du bail et pour rembourser au cours du bail quatre-vingt-cinq pour cent au moins de la somme placée par la compagnie dans l'immeuble ou le bien tenu à bail, ce remboursement ne pouvant toutefois s'échelonner sur plus de trente ans, à partir de la date du placement,

la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, louer, vendre l'immeuble ou le bien tenu à bail ou l'aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Idem

(2) Une compagnie de placements hypothécaires peut placer ses fonds en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, pour la production de revenu, soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéficiaires, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*, si l'immeuble ou le bien tenu à bail a produit, au cours de chacune des trois années qui ont précédé la date du placement, un revenu net qui, s'il se maintenait au cours des années suivantes, serait suffisant pour produire des intérêts constituant un rendement raisonnable pour la somme placée dans l'immeuble ou le bien tenu à bail et pour rembourser quatre-vingt-

cinq pour cent au moins de cette somme au cours du reste de la période d'utilisation économiquement rentable des améliorations apportées à l'immeuble ou au bien tenu à bail, ce remboursement ne pouvant toutefois s'échelonner sur plus de quarante ans, à partir de la date du placement; la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer, louer, vendre l'immeuble ou le bien tenu à bail ou l'aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Non-appli-
cation des
alinéas
60(1)h) et i)

(3) Les alinéas 60(1)h) et i) ne s'appliquent pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le présent article.

Autres
placements

104. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut, sous réserve des dispositions particulières du présent article, effectuer des placements et des prêts non autorisés par les paragraphes 60(1) à (4) ou par la présente Partie, y compris des placements en immeubles ou en biens tenus à bail.

Production
de revenu

(2) Les placements en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, ne peuvent être faits, en application du paragraphe (1), que pour la production d'un revenu et la compagnie de placements hypothécaires peut les faire soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*; la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer, louer ou vendre ces immeubles ou biens tenus à bail ou les aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Réserve

(3) Le présent article est censé

- a) ne pas étendre le pouvoir de faire des placements hypothécaires ou de consentir des prêts sur la garantie d'immeubles ou de biens tenus à bail que confèrent les paragraphes 60(1) et (2);
- b) ne pas porter atteinte à l'application de l'alinéa 60(1)e) en ce qui concerne la proportion maximale des actions ordinaires et de l'ensemble des actions d'une corporation qu'il est permis d'acheter; et
- c) ne pas porter atteinte à l'application du paragraphe 60(3).

Limite

(4) Le paragraphe 60(5) ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le paragraphe (1); toutefois, la valeur globale des placements faits en vertu du paragraphe (1) et conservés par la compagnie, à l'exclusion de ceux qui, abstraction faite de ce paragraphe, sont autorisés ou l'ont été à quelque moment depuis qu'ils ont été effectués, ne doit pas excéder sept pour cent de la valeur comptable de l'actif total de la compagnie.

Non-appli-
cation de
l'art 65

(5) L'article 65 ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie de placements hypothécaires.

Administra-
teurs com-
muns

105. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion, le nombre de ses administrateurs qui sont également administrateurs ou membres de la direction de la corporation ou qui sont aussi membres de la direction de la firme ou en font partie ne peut être supérieur à quatre ni au quart des administrateurs de la compagnie de placements hypothécaires.

Sociétés de
placements et
de gestion

(2) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion,

- a) un administrateur de la corporation,
- b) une personne ou un groupe de personnes qui est un actionnaire important de la corporation, ou
- c) une personne qui est membre de la direction de la corporation ou qui est membre de la direction de la firme ou en fait partie

sont respectivement censés être, aux fins de l'article 60.3, un administrateur, un actionnaire important ou un membre de la direction de la compagnie de placements hypothécaires.

Opérations
interdites

(3) Une compagnie de placements hypothécaires ne peut acheter ou autrement acquérir d'une personne ou d'une corporation un élément d'actif, ni lui vendre ou céder de quelque autre façon un élément d'actif, si, aux termes de l'article 60.3, elle ne peut consentir de prêt à cette personne ou placer des fonds dans cette corporation;

toutefois, cette disposition ne s'applique pas en matière

a) de *mortgages* ou d'hypothèques garantissant le remboursement d'un prêt assuré en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation*;

b) de *mortgages* ou d'hypothèques garantissant le remboursement d'un prêt assuré par une police d'assurance hypothécaire délivrée par une compagnie d'assurance enregistrée en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques* ou de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères*; ou

c) de *mortgages* ou d'hypothèques acquis au plus tard six mois après que la compagnie a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu de l'article 101.

Niveau des liquidités

106. (1) Nonobstant toute disposition de la Partie I, une compagnie de placements hypothécaires doit gérer ses affaires de façon que le montant global

a) de tous les remboursements du principal des *mortgages* ou hypothèques qu'elle détient et dont il est raisonnable de prévoir la perception dans l'année,

b) des sommes afférentes à ses autres placements et échéant dans l'année,

c) du crédit ouvert par des banques à charte au Canada conformément aux conditions fixées par le surintendant, et

d) de l'argent en caisse ou en dépôt dans une banque ou un autre établissement de dépôt agréé par le surintendant

soit, à tout moment, égal ou supérieur au montant global de tous ses engagements hypothécaires venant à échéance dans l'année et de tous les titres de créance émis par elle et échéant dans l'année.

Sens de l'expression «dans l'année»

(2) Au présent article, l'expression «dans l'année» désigne la période de douze mois suivant le mois où est fait le calcul.

Champ d'action

107. Une compagnie de placements hypothécaires ne doit pas exercer son entreprise ailleurs qu'au Canada.

Les actions sont des placements admissibles

108. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I

de la présente loi, les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêt respectivement régies par ces lois; ne sont toutefois pas haussées

a) la proportion maximale des fonds de ces compagnies qui peut être placée, à quelque moment que ce soit, en actions ordinaires de corporations, et

b) la proportion maximale des actions de toute corporation qui peut être achetée par ces compagnies,

selon les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie fiduciaire sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie qu'elle détient mais le placement de deniers en fiducie garantie en actions d'une compagnie de placements hypothécaires est soumis aux restrictions contenues dans l'acte créant la fiducie.

Les débetures sont des placements admissibles

109. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I de la présente loi, les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêts respectivement régies par ces lois; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peuvent dépasser les placements de ces compagnies en obligations, débetures, actions ou autres valeurs d'une corporation suivant les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie de fiducie sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie détenus par la compagnie de fiducie, mais un placement de tels deniers en débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires est soumis aux restrictions contenues dans l'acte créant la fiducie.

Fonds d'une compagnie d'assurance britannique

110. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*,

- a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et
- b) les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie britannique a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Fonds d'une compagnie d'assurance étrangère

(2) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères*,

- a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et
- b) les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie d'assurance étrangère a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Limitation des placements

111. (1) Sous réserve du paragraphe (2), une compagnie de placements hypothécaires doit posséder et conserver un actif constitué, pour cinquante pour cent au moins de sa valeur comptable, de tout ou partie des éléments suivants:

- a) placements hypothécaires grevant des propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles* ou prêts dont le remboursement est garanti par de telles propriétés; et
- b) fonds en caisse ou en dépôt dans une banque ou tout autre établissement de dépôt agréé par le surintendant.

Idem

(2) Le total

- a) de la valeur comptable des placements d'une compagnie de placements

hypothécaires en actions du capital-actions de compagnies dont l'actif est constitué, pour quatre-vingt-cinq pour cent au moins, de propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles* ainsi que

b) de la valeur comptable des placements d'une compagnie de placements hypothécaires en immeubles ou en biens tenus à bail, avant déduction des charges ou privilèges y afférents, à l'exclusion des immeubles ou des biens tenus à bail que la compagnie a acquis par saisie ou autrement à la suite d'un manquement aux engagements afférents à un *mortgage*, une hypothèque ou une convention de vente consentis à leur égard,

ne doit pas dépasser vingt-cinq pour cent de la valeur comptable de son actif total.

Retrait de la qualité

112. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires ne se conforme pas à l'une quelconque des exigences de la présente Partie, le Ministre peut retirer à la compagnie sa qualité de compagnie de placements hypothécaires ou refuser de la qualifier telle lors d'un renouvellement de son permis en vertu de l'article 69.

Idem

(2) Une compagnie qui, dans son permis, a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires peut, sur approbation préalable donnée par ses actionnaires réunis en assemblée ordinaire ou extraordinaire, demander au Ministre de lui retirer cette qualité; le Ministre doit alors rayer la qualification du permis avec effet immédiat ou à une date ultérieure qu'il fixe.

Effet

(3) La présente Partie cesse de s'appliquer à une compagnie de prêt à partir de la date où celle-ci cesse d'être qualifiée compagnie de placements hypothécaires.»

STATUT FISCAL DES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

S.R. de 1952, c. 148; 1970-71-72, c. 63

18. (1) La *Loi de l'impôt sur le revenu* est modifiée par l'insertion, à la suite de l'article 130, de la rubrique et de l'article qui suivent:

«Corporations de placements
hypothécaires

Déduction
de l'impôt

130.1 (1) Lors du calcul du revenu, pour une année d'imposition, d'une corporation qui a été, pendant toute l'année, une corporation de placements hypothécaires,

a) peut être déduit le total formé

(i) de tous les dividendes imposables, autres que les dividendes sur les gains en capital, versés par la corporation au cours de l'année ou dans les 90 jours qui suivent la fin de l'année (sans excéder la fraction du revenu imposable de la corporation pour l'année, déterminée sans tenir compte des dispositions du présent alinéa, qui est en sus des gains en capital imposés de la corporation pour l'année) dans la mesure où ces dividendes ne pouvaient pas être déduits par la corporation lors du calcul de son revenu pour l'année précédente, et

(ii) 1/2 de tous les dividendes sur les gains en capital versés par la corporation au cours de la période commençant 91 jours après le début de l'année et se terminant 90 jours après la fin de cette année; et

b) aucune déduction ne peut être faite en vertu de l'article 112 au titre des dividendes imposables qu'elle a reçus d'autres corporations.

Dividende
assimilé à des
intérêts
d'obligations

(2) Aux fins de la présente loi, tout montant reçu d'une corporation de placements hypothécaires par un actionnaire de la corporation au titre d'un dividende imposable, autre qu'un dividende sur les gains en capital, est réputé avoir été reçu par l'actionnaire à titre d'intérêt payable sur une obligation émise par la corporation après 1971.

Application
du paragraphe
(2)

(3) Le paragraphe (2) s'applique lorsque le dividende imposable (autre qu'un dividende sur les gains en capital) qui est visé à ce paragraphe a été versé soit au cours d'une année d'imposition tout au long de laquelle la corporation qui l'a versé était une corporation de placements hypothécaires, soit dans les 90 jours qui suivent la fin de cette année.

Dividende
sur des gains
en capital

(4) Lorsque, à une date donnée au cours de la période commençant 91 jours après le début d'une année d'imposition d'une corporation qui a été pendant toute l'année une corporation de placements hypothécaires et se terminant 90 jours après la fin de l'année, un dividende est versé par la corporation à ses actionnaires, si la corporation en fait le choix relativement à la totalité du dividende, de la manière et dans la forme prescrites et à la date donnée ou avant cette date ou le premier jour du paiement d'une partie du dividende, si ce jour est antérieur à cette date donnée,

a) le dividende est réputé être un dividende sur les gains en capital dans la mesure où il n'est pas supérieur

(i) au double des gains en capital imposés de la corporation pour l'année

moins,

(ii) le cas échéant, la partie de tout dividende versé par la corporation au cours de la période et avant la date donnée, qui est réputée aux termes du présent paragraphe être un dividende sur les gains en capital; et

b) nonobstant toute autre disposition de la présente loi, tout montant reçu par un contribuable dans une année d'imposition au titre du dividende est considéré, lors du calcul de son revenu pour l'année, non pas comme le revenu d'une action du capital-actions de la corporation, mais comme un gain en capital du contribuable pour l'année, tiré de la disposition d'un bien en immobilisations.

Corporation
publique

(5) Nonobstant toute autre disposition de la présente loi, une corporation de placements hypothécaires est réputée être une corporation publique.

Sens de
l'expression
«corporations
de placements
hypothé-
caires»

(6) Aux fins du présent article, une corporation est une corporation de placements hypothécaires pendant toute une année d'imposition si, pendant toute l'année,

a) elle était une corporation canadienne;

b) sa seule activité était le placement de fonds de la corporation et elle ne gérait ni ne mettait en valeur des biens immobiliers;

c) les biens de la corporation n'étaient
(i) ni des créances garanties par des biens immobiliers situés hors du Canada,

(ii) ni des créances sur des non-résidents, à l'exclusion de celles qui étaient garanties par des biens immobiliers situés au Canada,

(iii) ni des actions du capital-actions de corporations ne résidant pas au Canada,

(iv) ni des biens immobiliers situés hors du Canada ni un droit de tenure à bail sur ces biens;

d) sous réserve des paragraphes (7) et (8), le nombre des actionnaires de la corporation n'était pas inférieur à vingt et aucun actionnaire ne détenait plus de 25% des actions émises du capital-actions de la corporation;

e) les détenteurs d'actions privilégiées de la corporation avaient le droit, après que leurs dividendes privilégiés leur ont été versés et que les dividendes correspondant au même montant par action ont été versés aux détenteurs d'actions ordinaires de la corporation, de participer à parts égales avec ces derniers à tout versement supplémentaire de dividendes;

f) le coût indiqué, pour la corporation, de ceux de ses biens qui consistaient

(i) en créances garanties par des propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, soit sous la forme d'hypothèques, soit de toute autre manière, et

(ii) en dépôts figurant au crédit de la corporation dans les livres

(A) d'une banque ou autre corporation dont certains dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, ou

(B) d'une caisse de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6),

plus le montant de son argent en caisse représentaient au moins 50% du coût indiqué de tous ses biens;

g) le coût indiqué, pour la corporation, de tous ses biens immobiliers, y compris les droits de tenure à bail sur ces biens (à l'exception des biens immobiliers que la corporation a acquis par forclusion ou autrement, après manquement aux engagements résultant d'un *mortgage*, d'une hypothèque ou d'une convention de vente de biens immobiliers) n'excédait pas 25% du coût indiqué de tous ses biens;

h) son passif n'était pas supérieur à 3 fois l'excédent du coût indiqué de tous ses biens sur son passif, si, à quel moment de l'année, le coût indiqué de ceux de ses biens qui consistaient en biens visés aux sous-alinéas f) (i) et (ii) plus le montant de son argent représentaient moins de 2/3 du coût indiqué de tous ses biens; et,

i) lorsque l'alinéa h) n'est pas applicable, son passif n'était pas supérieur à 5 fois l'excédent du coût indiqué de tous ses biens sur son passif.

(7) Aux fins de l'alinéa (6)d), une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou par un régime de participation différée aux bénéfices qui détient des actions du capital-actions d'une corporation est considéré comme équivalant à quatre actionnaires de la corporation et une fiducie régie par un régime enregistré d'épargne-retraite qui détient des actions du capital-actions d'une corporation est considéré comme un seul actionnaire; mais lorsqu'il s'agit de calculer le nombre maximal d'actions du capital-actions d'une corporation de placements hypothécaires qui peuvent être détenues par une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou un régime de participation différée aux bénéfices, la fiducie est considérée comme un seul actionnaire.

(8) Aux fins du paragraphe (6) une corporation qui a été constituée après 1971 est réputée avoir rempli les conditions de l'alinéa (6)d) pendant toute sa première année d'imposition au cours de laquelle elle a fait des affaires si elle les remplissait le dernier jour de cette année d'imposition.

(9) Dans le présent article,

a) «passif» d'une corporation à une date donnée désigne l'ensemble de toutes les dettes de la corporation et de ses autres

Calcul du nombre d'actionnaires

Première année d'imposition

Définitions «passif»

«gains en capital imposés»

obligations de payer une somme d'argent qui étaient exigibles à cette date; et

b) «gains en capital imposés» a le sens que donne à cette expression l'alinéa 130(3)b).»

(2) Le paragraphe (1) s'applique à toute année d'imposition d'une corporation de placements hypothécaires commençant après 1971.

(3) Le paragraphe 184(2) et les paragraphes 185(1) et (2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* sont abrogés et remplacés par ce qui suit:

Impôt sur l'excédent du dividende en capital ou sur les dividendes sur gains de capital payé par une corporation

«(2) Lorsqu'une corporation a fait un choix en vertu du paragraphe 83(2), 130.1(4) ou 131(1) relativement au montant global d'un dividende quelconque payable par cette corporation sur toute catégorie d'actions de son capital-actions et que le montant global du dividende dépasse la partie de celui-ci réputée, en vertu de ce paragraphe, être un dividende en capital ou un dividende sur les gains en capital, selon le cas, la corporation doit, en vertu de la présente Partie, et, au moment du choix, payer un impôt d'un montant égal,

- a) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 83(2), au montant de l'excédent;
- b) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 130.1(4), aux 3/4 de l'excédent; et
- c) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 131(1), à 1/3 de l'excédent.

Etablissement de l'impôt

185. (1) Le Ministre examinera avec toute la célérité possible chaque choix fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(4) ou 131(1), selon le cas, établira l'impôt payable en vertu de la présente Partie, si impôt il y a, à l'égard du choix et enverra un avis de cotisation à la corporation.

Paiement de l'impôt et des intérêts

(2) Lorsqu'un choix a été fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(4) ou 131(1), selon le cas, la corporation paiera, dans les 30 jours de l'envoi par la poste de l'avis de cotisation en vertu de la présente Partie, à l'égard du choix, au receveur général du Canada, la partie de l'impôt établi et des pénalités qui est alors impayée, qu'il y ait ou non en instance une opposition ou un appel à l'égard de la cotisation et paiera, en plus, des intérêts sur cette partie, au taux annuel prescrit à compter du jour du choix jusqu'au jour du paiement, qu'elle ait été payée ou non dans le délai de 30 jours.»

(4) Le paragraphe 212(2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* est abrogé et remplacé par ce qui suit:

Impôt sur dividendes

«(2) Toute personne non résidente paie un impôt sur le revenu de 25% sur toute somme qu'une corporation résidant au Canada lui paie ou porte à son crédit ou est réputée, selon la Partie I, lui payer ou porter à son crédit, au titre ou en paiement intégral ou partiel d'un dividende imposable (autre qu'un dividende provenant de gains en capital, au sens que donne à cette expression le paragraphe 130.1(4), 131(1) ou 133(7.1)) ou d'un dividende en capital.»

(N.B. Traduction non officielle)

Annexe F

Ontario Securities Commission

Déclaration de principe 3-25

Ontario Securities Commission

Sommaire hebdomadaire

Semaine se terminant le 31 août 1972

LE SOMMAIRE HEBDOMADAIRE POUR LA PRÉSENTE SEMAINE CONSISTE EN TROIS PARTIES. EN PLUS DES PARTIES A ET B, LE SOMMAIRE COMPORTE UN SUPPLEMENT A LA PARTIE C, QUI EST LA NOUVELLE POLITIQUE NUMÉRO 3-25 DE L'ONTARIO TRAITANT DES TRUSTS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER ET DES ASSOCIATIONS EN NOM COLLECTIF. LA POLITIQUE COMPORTE UNE INTRODUCTION EXPLICATIVE QUI LUI EST JOINTE ET QU'IL FAUDRAIT INSÉRER DANS VOS MANUELS DE POLITIQUE.

Object: POLITIQUE 3-25: TRUSTS ET ASSOCIATION EN NOM COLLECTIF D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER ET HYPOTHÉCAIRE: TRUSTS EN GÉNÉRAL

Au présent sommaire est jointe la politique 3-25 traitant du sujet des trusts et des associations en nom collectif d'investissement immobilier et hypothécaire en particulier, et de l'émetteur sous forme de trust en général. Cette politique sera appliquée à toutes les dépositions de ce genre jusqu'à ce qu'elle soit modifiée, annulée ou remplacée par des règlements ou une législation.

Il n'aurait pas été possible de publier la politique dans sa forme actuelle si l'on n'avait pas eu l'aide considérable de plus de 50 personnes, compagnies, associations et corporations qui ont soumis des mémoires et des commentaires à notre invitation. La commission leur est reconnaissante de cette aide.

La politique telle que publiée, ne devrait pas être tenue pour finale non plus que définitive dans l'une quelconque de ses modalités. Une étude poursuivie de son impact se fera en vue d'en venir à des amendements possibles. Bien que la matière aussi bien que la forme de la présente politique aient pu tirer partie des commentaires reçus, il y avait certains secteurs où nous étions d'avis que, nonobstant le fardeau des commentaires, l'intérêt public exigeait une norme plus élevée de protection. Les valeurs en perspective seront offertes aux petits investisseurs aussi bien qu'à l'investisseur institutionnel évolué.

Les genres d'investissement prévus pour ces émetteurs comprenaient des transactions de prêt évoluées comportant une propriété immobilière, ou encore garanties plus ou moins par une propriété immobilière. La gestion et ses conseillers exigent des compétences spéciales et un jugement au-delà de ce qui est requis pour les transactions hypothécaires ordinaires. L'émetteur doit être bien doté de capital pour en assurer la souplesse et pour établir plus de sécurité advenant qu'un investissement n'aboutisse à rien. Il doit être doté de conseils et d'une gestion d'expert qui auront toujours un intérêt soutenu et considérable dans le succès de l'entreprise. En raison des possibilités de conflit, dans la mesure du possible, la responsabilité éventuelle des décisions de placement incombe aux fiduciaires indépendants.

La commission ne pourra pas donner son assentiment à la suggestion qu'il pourrait y avoir des co-conseillers, dotés peut-être d'un caractère différent ou étant en mesure de conseiller dans des secteurs différents. Nous avons conclu

qu'il s'agissait là d'une responsabilité diluée qui est inacceptable. Le conseiller est libre (à ses propres frais) de rechercher une aide de l'extérieur lorsqu'il donne ses conseils dans la structure requise par la politique. On a discuté, sans tout de même en venir à une conclusion, la question de savoir s'il était nécessaire d'obtenir les services d'un conseiller de l'extérieur dans toutes les circonstances. En deçà des paramètres-temps que la Commission avait établis pour la présentation de cette politique initiale, il ne fut pas possible d'offrir d'alternative qui permettrait à l'émetteur d'être sans conseiller. En concept, par le recours à des contrats d'emploi, un placement minimal en dépôt légal par chaque membre du groupe de gestion, doublé des normes nécessaires d'expertise, il devrait être possible de structurer un système en vertu duquel les fiduciaires ou un comité d'investissement serait responsable des placements sans qu'il soit nécessaire d'avoir recours à un conseiller-gérant de l'extérieur.

Les conflits d'intérêt réels ou possibles préoccupent fortement l'émetteur et le conseiller. Le Bill 154, soit la nouvelle Loi sur les titres, traite de cette question en ce qui concerne les fonds mutuels en exigeant que l'émetteur ainsi que le conseiller-gérant soient enregistrés. Dans le Bill, sous l'en-tête "au taux de négociation" on traite d'un nouveau genre de rapport aussi bien que de dispositions précises visant la responsabilité dans des situations de conflit d'intérêt. Ces dispositions sont faciles à adapter aux genres d'émetteurs et de conseillers dont la présente politique fait état.

REMARQUE: LA POLITIQUE NE REMPLACE PAS NON PLUS QU'ELLE N'ABROGE LES EXIGENCES DE LA "LOAN AND TRUST CORPORATIONS ACT" NI LES RESTRICTIONS IMPOSÉES PAR L'ARTICLE 3(2) DE LA "BUSINESS CORPORATIONS ACT." IL EST IMPOSSIBLE D'ACCEPTER UN DÉPÔT QUI ENTRE EN CONFLIT AVEC LES EXIGENCES DE CES LOIS OU DE TOUTES AUTRES LOIS.

TRUSTS ET ASSOCIATIONS EN NOM COLLECTIF D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER ET HYPOTHÉCAIRES

Introduction: antécédents de politique

Les corporations qui désirent mobiliser des fonds auprès du public soit au moyen d'un prêt ou par la vente de titres de participation aux fins de prêter de l'argent sur la garantie d'une propriété immobilière ou d'investir de l'argent dans des hypothèques ou sur immeuble ont été tenues d'obtenir un enregistrement à titre de "corporations de prêt", aux termes de la "Loans and Trust Corporations Act", R.S.O. 1970, c. 254. L'article 3(2) de la "Business Corporations Act", R.S.O. 1970 c. 53 permet la constitution en société d'une corporation dont le seul but est de prêter et d'investir des fonds sur hypothèque immobilière ou autrement, à condition que le nombre d'actionnaires, à l'exclusion des employés, soit limité à 5, accompagné d'une interdiction d'émettre des obligations sur créances sauf aux actionnaires ou d'emprunter de l'argent sur la garantie de ces propriétés, à l'exception des actionnaires ou encore de recevoir de l'argent en dépôt ou d'offrir ces titres au public. Ce dernier genre de compagnie est, à l'occasion, la filiale en propriété exclusive

d'une compagnie publique. La Cour d'appel a étudié la législation en profondeur dans *Sidmay Ltd. et al. v. Whettam Investments Ltd.* (1967) 1 O.R. 508.

L'article 147 de la "Loan and Trust Corporations Act" interdit à toute personne, association en nom collectif, organisation, société, compagnie ou corporation non enregistrée aux termes de cette Loi ou de la "Insurance Act" d'utiliser en Ontario, une raison sociale qui comprend l'un quelconque des mots "prêts", "hypothèques", "trusts", ou "garantie" en combinaison ou en rapport avec l'un quelconque des mots "corporations", "compagnie", "association" ou "société", "limité" ou "incorporé", ou toute autre abbréviation en combinaison ou en rapport avec toute expression collective semblable, ou en prenant ou en utilisant, en Ontario, tout nom semblable, ou tout nom ou toute combinaison de noms qui pourraient décevoir ou tromper le public.

Compte tenu de ces antécédents, le désir de parrainer des émetteurs qui obtiendront des fonds du public qui à leur tour seraient investis dans des hypothèques ou d'autres intérêts immobiliers, a été suggéré par le succès des trusts d'investissement immobilier aux Etats-Unis et des trusts d'investissement hypothécaire aux Etats-Unis. Cette formule de fiducie ou d'association en nom collectif pour ce qui est en réalité, un organisme de financement hypothécaire, est apparemment aussi attrayant au Canada qu'il l'a été aux Etats-Unis, parce que la plus grande partie du revenu engendré au cours d'une année fiscale particulière peut être payée directement aux détenteurs de titres sans être imposés aux mains de l'émetteur.

On a proposé que le public en général soit prié de participer à un organisme de financement hypothécaire qui à son tour, projète d'investir les deniers mobilisés par le moyen de la vente de titres de participation ou de titres de créance essentiellement dans les hypothèques dont certaines pourraient être des premières hypothèques ordinaires et d'autres des genres évolués de prêt exigeant une expertise et un jugement considérable. Alors que ces prêts peuvent être garantis, en totalité ou en partie, par l'immeuble sous-jacent, dans certains cas, ils sont virtuellement non garantis et dans d'autres cas, la garantie ou l'actif de participation sera considérablement inférieur à ce qui est tenu pour acceptable dans le cas d'une compagnie de prêts enregistrée. L'expérience des Etats-Unis pousse la Commission à conclure qu'avec un bon parrainage, une gestion professionnelle, des normes satisfaisantes et une révélation claire quant à la nature de l'investissement et de ses risques, l'intérêt public pourrait être convenablement protégé.

L'article 61 de la "Securities Act R.S.O. 1970 c.426" et la partie VIII des règlements prévoient des exigences spéciales visant les compagnies de finance. Les organismes de financement hypothécaire projetés sont et resteront des "compagnies de finance" en vertu des règlements. Il existe déjà une forme spéciale de révélation financière dans le cas des organismes immobiliers détenant un portefeuille d'hypothèques et d'autres intérêts immobiliers. Si un émetteur désire immobiliser des deniers par l'entremise d'une offre générale de ses titres, il doit déposer un prospectus préliminaire et ainsi qu'un prospectus aux termes de l'article 35, et obtenir un reçu pour ce prospectus. Aux

termes de l'article 61(1), il est loisible au directeur, dans un cas approprié, de refuser d'émettre un tel reçu.

La Commission, ayant conclu que l'intérêt public pourrait être desservi en établissant des normes qui serviraient de base pour mesurer la valeur d'un émetteur de financement hypothécaire, a élaboré ce jeu de principes directeurs de politique pour aider les émetteurs en perspective, leur conseiller et le public.

Limites de la politique

La présente politique s'adresse aux émetteurs non constitués qui projettent d'agir comme organismes de financement hypothécaire à capital fixe qui se livreraient à l'investissement de fonds mobilisés auprès du public dans des prêts sur la garantie d'immeubles particuliers. La politique n'est pas destinée essentiellement à réglementer les émetteurs qui projettent de mobiliser des fonds aux fins d'aménager et de gérer un projet immobilier précis tel qu'un centre commercial ou un hôtel. En présence d'une forme de fiducie ou d'association, le directeur peut juger utile cependant, de mesurer les émetteurs qui mobilisent de tels fonds aux fins de faire l'acquisition et de gérer des immeubles producteurs de revenu.

Lorsqu'un émetteur constitué en société tient lieu essentiellement d'organisme de transmission afin d'éviter les exigences d'enregistrement de la "Loan and Trust Corporations Act", le directeur peut également juger que cette politique peut tenir lieu de guide utile. La présente politique ne s'applique pas aux corporations de prêts hypothécaires assujetties aux exigences d'enregistrement aux termes de la "Loan and Trust Corporations Act."

LES ÉMETTEURS EN PERSPECTIVE DOIVENT ÊTRE CLAIREMENT IDENTIFIÉS DE MANIÈRE À NE PAS ÊTRE CONFONDUS AVEC LES CORPORATIONS DE PRÊTS QUI DOIVENT ÊTRE DIRECTEMENT SURVEILLÉES PAR LE RÉGISTRARE DES CORPORATIONS DE PRÊTS ET DE FIDUCIE AUX TERMES DE CETTE LÉGISLATION. UNE FOIS DE PLUS, ON ATTIRE VOTRE ATTENTION SUR L'ARTICLE 147 DE LA "LOAN AND TRUST CORPORATIONS ACT".

Applicabilité de la politique à toutes les fiducies et associations en nom collectif

Etant donné que l'on anticipe, en raison du traitement fiscal de transmission, que la fiducie d'unités ou l'association en nom collectif d'investissement peut devenir plus populaire comme organisme de financement à des fins autres que le financement hypothécaire, la Commission a demandé au directeur d'appliquer à ces organismes certaines des exigences de la présente politique telles que celles qui se rapportent à la norme de soin que doivent apporter les fiduciaires et les membres du conseil, les droits des détenteurs d'unités et l'entretien des dossiers. Ces normes sont essentiellement celles qui sont requises aux termes de la "Ontario Business Corporations Act."

ONTARIO SECURITIES COMMISSION — POLITIQUE NO 3-25
FIDUCIE ET ASSOCIATION EN NOM COLLECTIF
D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER ET HYPOTHÉCAIRE

On suggère que les conditions suivantes devraient se présenter dans la mesure du possible, dans la déclaration de fiducie ou tout autre document d'origine, avant que le directeur n'émette un reçu tel qu'il est requis par l'article 35 de la Loi sur les titres.

Définitions

Dans l'interprétation des mots, il faudrait se référer aux définitions que contiennent la Loi sur les titres et ses règlements, sauf tel qu'il est défini ci-après.

“CONSEILLER” — une personne ou une compagnie que l'émetteur a nommée, embauchée ou avec qui il a passé un contrat en vertu duquel des services de conseiller et d'administration lui sont fournis.

“AFFILIÉ” — un associé, y compris les compagnies affiliées, contrôlées et les filiales, telles que définies à l'occasion, dans la Loi sur les titres.

“ÉVALUATION” — une détermination de la juste valeur marchande, à la date d'évaluation, d'une propriété immobilière dans son état actuel, par une banque, une société de fiducie, une société de prêt ou une compagnie d'assurance, ou toute autre personne ou compagnie qui fait des évaluations en rapport avec des activités prêt ou de remboursement, et qui, selon le jugement des fiduciaires, a la compétence voulue à cette fin.

“CRÉANCE” — la totalité des emprunts de l'émetteur, qu'ils soient convertibles ou non, garantis ou non, subordonnés ou non, auxquels il faut ajouter un montant égal au montant qu'il serait nécessaire d'emprunter, si l'émetteur était appelé à avancer ou à payer des deniers pour rencontrer des engagements contractuels existants; on doit pouvoir exclure cependant, dans la mesure de ce qui est permis par le directeur, les garanties de créance d'une compagnie dans la mesure où les bénéfices qui en découlent sont mis à la disposition de l'émetteur et où les obligations de l'émetteur sont données en garantie de cette créance.

“DÉCLARATION DE FIDUCIE” — doit inclure les accords d'association ou d'autres documents semblables d'origine.

“CAPITAL DE PARTICIPATION” — la somme globale payée à l'émetteur pour les unités auxquelles le droit d'usufruit auprès de l'émetteur peut à l'occasion être réparti.

“ACTIFS INVESTIS” — l'actif total sous gestion ou administration, au prix coûtant, avant d'avoir déduit la dépréciation accumulée mais moins l'encaisse, les items comptant et les titres négociables à court terme, calculés au moins trimestriellement sur une base uniformément appliquée.

“MORTGAGES” — signifient les mortgages, les dettes hypothécaires, une hypothèque, un acte de fiducie ou d'autres avoirs propres de garantie dans la propriété immobilière, ou dans des droits ou des intérêts, y compris sans limiter le sens de ce qui précède, les biens détenus à bail, les droits d'air et

les unités en copropriété, dans la propriété immobilière, utilisée pour garantir ou nantir des billets, des débentures, des obligations et d'autres preuves de créance ou d'obligation qui sont négociables ou non négociables.

"ACTIFS NETS" — actif total investi au prix de revient, avant d'avoir déduit la dépréciation accumulée moins les engagements financiers totaux, calculés au moins trimestriellement sur une base uniformément appliquée.

"PROPRIÉTÉ IMMOBILIÈRE" — terrain, droits dans un terrain (y compris les intérêts dans un bien détenu à bail comme locataire ou locateur) et tous bâtiment, construction, amélioration et équipement situés sur le terrain ou utilisés en rapport avec lui, et les droits dans un terrain, ou un intérêt dans celui-ci, sans toutefois inclure les mortgages ou l'avoir dans ceux-ci.

"FIDUCIAIRES" — fiduciaires d'un trust, associés de gestion, comité exécutif ou comité de gestion d'une association ou l'équivalent pour d'autres formes d'association en nom collectif non constituées en société.

A *L'émetteur: capital*

- (1) Le capital de participation de l'émetteur ne doit pas être inférieur à 5 millions de dollars.
- (2) Le droit d'usufruit dans l'actif doit être divisé en unités égales et aucune unité ne doit être émise avant d'avoir été entièrement payée.
- (3) Les unités doivent être d'une catégorie, sans valeur au pair, ne doivent pas être remboursées ni rachetées par l'émetteur, sauf comme remboursement partiel de capital sans toutefois agir contrairement à la partie K du paragraphe 12 et ne doivent pas comporter de droits de préférence, de conversion ou d'échange.
- (4) Les unités doivent être enregistrées et être aussi librement transférables que des actions d'une compagnie publique offrante aux termes de la "Ontario Business Corporations Act."
- (5) Chaque détenteur d'unité doit avoir droit de recevoir un certificat, en une forme autorisée par les fiduciaires, précisant le nombre d'unités que chaque tel détenteur détient.
- (6) La nature de la responsabilité du détenteur d'unités doit être clairement énoncée dans le certificat émis comme preuve de propriétaire des unités.
- (7) Les unités doivent donner chacune le droit à un vote.
- (8) Sous réserve de l'approbation par au moins une majorité des votes, lors d'un scrutin pendant une réunion des détenteurs d'unités convoquée à cette fin, les fiduciaires peuvent à l'occasion faire en sorte que les unités soient fractionnées ou consolidées, ou lorsqu'on a imposé une limite sur le nombre d'unités autorisées à l'émission, augmenter le nombre d'unités autorisées.

B *Dossiers et transfert d'unités*

- (1) L'émetteur doit garder tels livres et dossiers qui sont nécessaires pour inscrire convenablement ces transactions commerciales.
- (2) Ces dossiers, dans la mesure du possible, devraient être conformes aux dossiers que doit garder une corporation qui offre ses titres au public, aux termes de la "Ontario Business Corporations Act", et les détenteurs

de titres doivent avoir accès à ces dossiers dans la même mesure que s'ils étaient actionnaires ou créanciers d'une telle corporation de l'Ontario.

- (3) L'émetteur doit fournir à tout détenteur d'unité, sur demande écrite, une copie de la déclaration de fiducie.

C Emprunts: limite de l'effet spéculatif accru

- (1) Sous réserve de (2), la dette de l'émetteur ne doit pas dépasser trois fois le capital de participation plus les gains retenus et les gains en capital réalisés, moins le déficit et les pertes de capital, qu'ils soient réalisés ou non.
- (2) Lorsque et tant qu'au moins 50% de la valeur aux livres de l'actif total de l'émetteur comporte ce qui suit:
 - (i) hypothèques de la Loi nationale sur l'habitation (LNH).
 - (ii) prêts non LNH sur première hypothèque, dont le rapport du prêt à la valeur prisée de la propriété immobilière garantissant le prêt ne dépasse pas 75%, à moins que l'excédent ne soit assuré par une compagnie d'assurance enregistrée aux termes de la Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques ou la Loi sur les compagnies d'assurance étrangères; et
 - (iii) une encaisse, des items comptants et des obligations des gouvernements municipaux, provinciaux et fédéral du Canada et des organismes gouvernementaux;
au choix des fiduciaires, le créance de l'émetteur peut être augmentée de manière à ne pas dépasser 5 fois le capital de participation plus les gains retenus et les gains en capital réalisés, moins le déficit et les pertes de capital, qu'ils soient réalisés ou non, de l'émetteur.

D Siège social: lieu de l'émetteur

- (1) Le siège social, et le bureau principal et le lieu d'administration de l'émetteur doivent être situés en Ontario ou dans toute autre province canadienne où la loi régissant les questions mentionnées au paragraphe D(2) est essentiellement identique à celle de l'Ontario.
- (2) Les droits de tous les partis et la validité, la structure et l'effet de toutes les dispositions doivent être sujets aux lois de la province canadienne et interprétés selon ces lois de la province canadienne où le siège social est situé, conformément au paragraphe D(1).

E Fiduciaires

- (1) Nombre de fiduciaires
Il ne doit pas y avoir moins de 7 fiduciaires.
- (2) Election et retrait des fiduciaires
Ils doivent être élus et retirés par les détenteurs d'unités, dans la mesure du possible, de la même manière que les directeurs, aux termes de la "Business Corporations Act", à condition que la majorité des fiduciaires soient des citoyens canadiens qui résident au Canada.
- (3) Expérience
La majorité des fiduciaires doivent avoir au moins 5 ans d'expérience

assez étendue dans le domaine du financement immobilier et doivent représenter une expérience conséquente des objectifs d'investissement déclarés du trust.

(4) Indépendance

La majorité des fiduciaires doivent être indépendants du conseiller ou de ses affiliés et lors de toute réunion des fiduciaires, la majorité du quorum doit être ainsi indépendante.

(5) Quorum

A moins qu'il n'en soit autrement, une majorité des fiduciaires ou une majorité des membres du comité d'investissement devrait constituer un quorum, mais en aucun cas le quorum ne doit-il comporter moins des 2/5 des fiduciaires ou des membres du comité d'investissement.

(6) Investissements et comité d'investissement

- (i) Avant qu'aucun investissement ne se fasse ou avant de ne faire un engagement quelconque vis-à-vis de tout investissement ou que toute obligation ne soit prise à charge, ces décisions doivent être approuvées par les fiduciaires ou le comité d'investissement.
- (ii) Sans déroger à la responsabilité ultime des fiduciaires d'approuver tous les investissements, il peut exister un comité d'investissement comportant au moins 3 fiduciaires, dont au moins 75% doivent avoir 5 ans ou plus d'expérience, tel qu'il est établi en (3).
- (iii) Dans un comité d'investissement, la majorité de ceux qui votent sur une décision d'investissement doivent être indépendants du conseiller.
- (iv) Sous réserve de (ii) ci-dessus, lorsque, pour une raison quelconque, un membre du comité est frappé d'incapacité de participer à une décision, tout autre fiduciaire indépendant qui n'est pas déjà membre du comité peut être désigné par les fiduciaires pour agir comme substitut, dans un tel cas.
- (v) Le comité d'investissement peut approuver ou rejeter tous les investissements ou les aliénations d'investissement.
- (vi) Lorsqu'une décision d'investissement est prise par les fiduciaires comme un groupe et non par le comité, la majorité de ceux qui votent doivent être indépendants du conseiller, et au moins 75% doivent avoir l'expérience établi dans (3).

(7) Norme de soin et de fonction

La norme de soin et de fonction imposée sur les fiduciaires et les agents de l'émetteur par l'entremise de la déclaration de fiducie, ne doit pas être inférieure à ce qui est imposé aux agents et aux directeurs des corporations d'affaires de l'Ontario par les statuts et le Common law, et la déclaration de fiducie doit inclure un engagement d'exercer les pouvoirs et de s'acquitter des fonctions de son poste honnêtement, en bonne foi et dans les meilleurs intérêts de l'émetteur et en rapport avec cet engagement, d'exercer le degré de soin, de diligence et de compétence qu'une personne raisonnablement prudente avec son expérience exercerait dans des circonstances comparables.

(8) Déclaration d'intérêt: Abstention du vote

Sans limiter la généralité de (7),

- (i) lorsqu'une transaction est à l'étude et qu'un fiduciaire y soit intéressé directement ou indirectement, le fiduciaire doit déclarer la nature et l'étendue de son intérêt et ne doit pas voter au sujet de la transaction,
- (ii) un fiduciaire est censé avoir un intérêt lorsqu'il est associé à un conseiller ou à un affilié du conseiller, ou n'en est pas indépendant et que la transaction en est une où le conseiller ou l'un de ses affiliés est intéressé indirectement ou directement, ou lorsque la transaction en est une où le fiduciaire ou l'un de ses affiliés y est intéressé directement ou indirectement;
- (iii) lorsqu'un fiduciaire a déclaré son intérêt, il ne faut pas en tenir compte dans la détermination du quorum présent qui traitera de la transaction.

F Conseiller: Compagnie de gestion

(1) Généralités

Il doit y avoir un conseiller dont les conditions de nomination et d'emploi doivent être établies en détail dans le contrat de gestion.

(2) Conflit d'intérêt: Auto-transaction

Sous réserve de (4), ni le conseiller ni l'un quelconque de ses affiliés ne doivent se livrer à tout commerce qui entraînerait un conflit réel ou apparent avec les intérêts de l'émetteur.

(3) Compétence des directeurs et des agents

Sous réserve de (4), la majorité des directeurs et des agents du conseiller doivent avoir au moins 5 ans d'expérience assez étendue dans le domaine du financement immobilier et doivent représenter une expérience qui est conséquente des objectifs d'investissement déclarés du trust, à condition que la majorité des directeurs et des agents du conseiller soient des citoyens canadiens résidant au Canada.

(4) Exemptions dans le cas des établissements financiers réglementés

Le directeur peut renoncer, en totalité ou en partie, aux exigences de (2) et de (3) lorsque le conseiller est un établissement financier bien établi et surveillé par le gouvernement fédéral ou provincial, e.g. une banque, une compagnie d'assurance ou une société de prêt ou de fiducie.

(5) Responsabilité du conseiller

- (a) Le conseiller doit être la compagnie de gestion et comme tel, doit administrer les affaires quotidiennes de l'émetteur.
- (b) Les agents et les directeurs du conseiller ou de ses affiliés peuvent également être fiduciaires et agents de l'émetteur.
- (c) Le conseiller doit faire tout son possible pour présenter et recommander des investissements qui se maintiennent et qui conviennent, au comité d'investissement ou aux fiduciaires, de façon conséquente des politiques et des objectifs d'investissement de l'émetteur, et de donner des conseils en ce qui concerne les changements dans la politique et les objectifs d'investissement.
- (d) Le conseiller doit rechercher tel investissement pour l'émetteur et entreprendre des négociations auprès d'emprunteurs en perspective, d'entreprises, de courtiers en prêts hypothécaires, de courtiers immobiliers et d'autres qui peuvent fournir des investissements à l'émetteur et il doit déterminer si les prêts et les participations offertes à l'émetteur se situent

dans les limites de la politique et des objectifs d'investissement de l'émetteur.

- (e) Le conseiller doit fournir les services d'écritures et d'administration nécessaires à l'administration de l'émetteur et en surveiller l'exécution de travail, et il doit aussi fournir l'espace et l'équipement de bureau, le personnel pour l'exécution de ces services y compris la gestion des propriétés, l'administration du remboursement des hypothèques, les déboursés de prêt à la construction et à l'aménagement et d'autres activités se rapportant au portefeuille d'investissement, la tenue des livres et des dossiers pour l'émetteur, la communication avec les actionnaires, la réception et le déboursement des actifs de l'émetteur, y compris l'administration du remboursement et du paiement des créances et des hypothèques, et le paiement des intérêts et des dividendes, et généralement, toutes les questions se rapportant à l'obtention et à l'administration des actifs de l'émetteur et l'émission, le transfert et la cote des titres émis.
- (6) Honoraires et dépenses
 - (a) Les dépenses annuelles globales de chaque genre payées ou encourues par le trust y compris les intérêts, les taxes, les dépenses en rapport avec l'émission de titres, les relations d'actionnaires, et l'acquisition, l'exploitation, l'entretien, la protection et l'aliénation des propriétés immobilières de l'émetteur, à l'exclusion des hypothèques et des prêts, mais comprenant les frais de conseiller et les honoraires de remboursement des hypothèques et toutes les autres dépenses, ne peuvent pas dépasser le plus élevé des montants suivants:
 - (i) 1½ % de l'actif net moyen du trust; ou
 - (ii) 25 % du revenu net du trust, à l'exclusion de la provision pour dépréciation et à l'exclusion des gains et des pertes en capital, et des revenus et des dépenses extraordinaires;
mais en aucun cas les dépenses annuelles globales de chaque genre payées ou encourues par le trust sans en exclure aucune, ne doivent-elles dépasser 1½ % de l'actif investi total du fonds.
 - (b) Le conseiller doit rembourser au trust, au moins annuellement, le montant de l'excédent des dépenses annuelles globales payées ou encourues par le trust, tel que défini en (a), sur le maximum.
- (7) Honoraires supplémentaires interdits
En ce qui concerne les transactions de prêt, qu'il soit garanti ou non, le conseiller ou l'un quelconque de ses affiliés ne doit recevoir aucuns honoraires ou avantages autres que les honoraires de conseiller mentionnés au paragraphe (6) ci-dessus.
- (8) Terme et renouvellement de contrat
 - (a) Le contrat initial de conseiller et de gestion doit être passé pour un terme qui n'est pas inférieur à deux ans, sans toutefois dépasser 3 ans.
 - (b) Sous réserve de l'approbation des détenteurs d'unités, le contrat doit être renouvelé au moins à tous les deux ans et pas plus fréquemment qu'annuellement.

- (c) L'émetteur peut terminer le contrat, sous réserve de l'approbation des détenteurs d'unités, sur avis écrit d'au moins 60 jours.
- (d) Le conseiller ne peut pas terminer le contrat durant son terme et doit donner à l'émetteur au moins 6 mois d'avis de son intention de ne pas renouveler le contrat.
- (e) La terminaison ou le non renouvellement du contrat ne doivent pas entraîner de pénalité ou d'autres honoraires.

G *Capital minimal: Émetteur*

Le capital de participation de l'émetteur ne doit pas être inférieur à 5 millions de dollars.

H *Capital minimal: Investissement du conseiller*

(1) Capital minimal

Le conseiller doit avoir une valeur nette d'au moins 2 millions de dollars.

(2) Investissement dans l'émetteur

Le conseiller doit investir dans le capital de participation de l'émetteur jusqu'à concurrence d'au moins 5% du capital de participation, ou 1 million de dollars, suivant le plus élevé de ces montants, et en aucun cas, ne doit-il être propriétaire directement ou indirectement de plus de 35% du capital de participation de l'émetteur à condition que l'investissement maximal requis n'exige pas d'être supérieur à 5 millions de dollars.

(3) Investissement comme une partie du capital minimal

Aux fins de (1), l'investissement minimal fait conformément à (2) peut être utilisé dans le calcul de la valeur nette du conseiller.

(4) Dépôt légal de l'investissement

L'investissement minimal du conseiller, aux termes de (3), doit être placé en dépôt légal auprès d'une compagnie de fiducie indépendante et il est interdit de transférer ou de libérer ces unités sans avoir obtenu préalablement le consentement de la Commission.

I *Politique d'investissement*

(1) Politique fondamentale

La politique fondamentale d'investissement devrait être clairement définie dans la déclaration de fiducie, fixant les limites en termes généraux du pourcentage de l'actif que les fiduciaires sont autorisés à investir dans chaque genre d'investissement, e.g., hypothèques LNH, hypothèques non LNH, prêts hypothécaires à la construction, les prêts globaux, les prêts d'attente, le financement intérimaire, le financement d'achat avec droit de location, les engagements d'attente et les investissements immobiliers de participation se rapportant aux prêts hypothécaires.

(2) Investissements maximaux uniques ou connexes

L'émetteur ne doit pas investir plus de 10% de la valeur totale aux livres de tout l'actif de l'émetteur dans tout investissement unique ou groupe connexe d'investissements portant sur une propriété, l'aménagement ou l'entrepreneur-aménagiste et ses affiliés.

(3) Limite sur investissement immobilier

L'investissement immobilier doit être restreint à la propriété immobilière productrice de revenu et dans son ensemble, ne doit pas dépasser 20% de la valeur totale aux livres de tout l'actif de l'émetteur.

J Interdictions et restrictions

(1) Développement minier, pétrolière et aménagement de terrain

L'émetteur ne doit pas participer à des entreprises minières, pétrolières ou d'autres semblables, ou encore acquérir des propriétés immobilières à des fins d'aménagement (à l'exclusion toutefois des prêts hypothécaires à l'aménagement).

(2) Emetteurs immobiliers ou hypothécaires

L'émetteur ne doit pas investir dans d'autres propriétés immobilières ou encore auprès d'autres émetteurs d'investissement hypothécaire, qu'ils soient constitués en société ou non, mais cela ne doit pas exclure l'achat d'une participation auprès d'une compagnie formée et exploitée seulement aux fins de détenir une propriété immobilière particulière, productrice de revenu.

(3) Investissements canadiens

Il est interdit d'investir en dehors du Canada, plus de 10% du capital de participation et de créance mobilisé au Canada.

(4) Restrictions sur la garde de l'actif

La propriété de l'émetteur doit être détenue au nom de l'émetteur, des fiduciaires ou être à la garde d'une banque à charte canadienne ou d'une société de fiducie licenciée au niveau fédéral ou provincial.

(5) Changement de contrôle du conseiller

Il ne doit pas se produire de changement dans le contrôle du conseiller sans l'approbation de la Commission et celle-ci doit être informée immédiatement advenant qu'il y ait un changement de fiduciaire ou d'agent de l'émetteur, ou encore du conseiller.

(6) Utilisation du mot "actions"

Les titres de participation émis par une entité non constituée en société ne doivent pas être décrits comme des actions.

(7) Investissement auprès du conseiller

L'émetteur ne doit pas prêter d'argent non plus qu'investir dans les titres du conseiller.

K Obligations de l'émetteur

(1) Comme société de financement

L'émetteur sera une société de financement aux termes de la définition de la Loi sur les Titres et de ses règlements et il sera tenu de préparer et de déposer les renseignements financiers que la Partie XII de la Loi requiert ainsi que l'article sur les compagnies de financement, à la partie VIII des règlements.

(2) Réunions annuelles des détenteurs d'unités

Les fiduciaires doivent convoquer des réunions des détenteurs d'unités après avoir soumis les renseignements requis dans la mesure du possible

et dans la même mesure que s'ils étaient directeurs d'une compagnie publique d'offre aux termes de la "Business Corporations Act".

(3) Droits des créanciers d'être informés

Un créancier a droit d'être informé à tel qu'il est prévu à la Partie VIII des règlements de la Loi sur les Titres.

(4) Réunions spéciales des détenteurs d'unités

Sans limiter la généralité de ce qui précède, les fiduciaires doivent convoquer une réunion des détenteurs d'unités afin d'étudier et d'approuver ce qui suit:

(a) le renouvellement ou un changement matériel du contrat de conseiller;

(b) un changement de conseiller;

(c) tout changement matériel de la politique fondamentale d'investissement dans la déclaration de fiducie; ou

(d) un changement de vérificateur comptable.

(5) Réunions spéciales: Requête des détenteurs d'unités

Les fiduciaires peuvent convoquer en tout temps une réunion des détenteurs d'unités et cette réunion doit être convoquée par tout fiduciaire à la demande écrite des détenteurs d'unités détenant, au total, au moins 20% des unités.

(6) Approbation par les détenteurs d'unités — Modifications à la déclaration de fiducie

Les modifications matérielles à la déclaration de fiducie ou à la politique fondamentale d'investissement doivent être approuvées par au moins les 2/3 du scrutin lors d'une réunion des détenteurs d'unités convoquée et tenue à cette fin, à condition que les fiduciaires puissent modifier la déclaration ou la politique aux fins suivantes:

(i) ajouter toute disposition en vue de protéger les détenteurs d'unités;

(ii) retirer tout conflit ou autre inconséquence qui peut exister entre l'une quelconque des conditions de la déclaration de fiducie ou de tout autre accord fondamental et toute disposition de toute loi ou de tout règlement applicables en ce qui concerne le lieu de l'émetteur, à condition que les fiduciaires soient de l'opinion que ces modifications ne préjudicieront pas les intérêts des détenteurs d'unités;

(iii) apporter tout changement ou toute correction à la déclaration de fiducie au sujet desquels les fiduciaires auront été avisés par le conseiller juridique, qu'il s'agit de corrections typographiques ou encore de changements ou que ce changement soit requis aux fins de remédier à toute ambiguïté ou toute disposition défectueuse ou inconséquente, ou à toute omission ou erreur dans les écritures, ou encore à des erreurs manifestes y contenues, ou aux fins de les corriger.

(7) Nomination d'un inspecteur

Tout fiduciaire, à la demande écrite des détenteurs d'unités qui détiennent au total au moins 5% des unités, doit convoquer une réunion des détenteurs d'unités en vue d'étudier la nomination d'un inspecteur afin de faire enquête pour savoir si le conseiller a agi selon ce qui est juste et raisonnable vis-à-vis de l'émetteur, et cet inspecteur peut être nommé par

résolution approuvée par la majorité des votes dûment déposés au scrutin au moment de la réunion tenue à cette fin.

(8) Approbation des détenteurs d'unités — Généralité

Dans tous les cas qui ne sont pas prévus en (6) ou (7), les détenteurs d'unités peuvent, par résolution adoptée par une majorité du scrutin lors d'une réunion dûment convoquée pour étudier la chose, approuver toute question qui leur est soumise.

(9) Assurance

Les fiduciaires, les agents ou les employés de l'émetteur et le conseiller doivent être assurés et protégés contre d'éventuels détournements dans la même mesure que les agents et les employés des sociétés de fiducie qui administrent des actifs comparables en Ontario.

(10) Indemnisation

Les fiduciaires peuvent être indemnisés seulement dans la même mesure que les directeurs peuvent être indemnisés aux termes de l'article 147 de la "Business Corporations Act."

(11) Evaluations

La valeur de l'investissement doit être établie comme suit:

- (a) Sous réserve de (b) et (c), au moment de recommander l'investissement, le conseiller doit être satisfait quant à la valeur marchande juste de l'immeuble qui constitue la garantie sous-jacente de l'investissement ou dans lequel l'investissement doit être fait et lorsque l'investissement n'est pas fondé sur la garantie sous-jacente mais plutôt sur le développement poursuivi de la propriété, le conseiller doit être satisfait que l'investissement est raisonnable.
- (b) Lorsque le conseiller a obtenu ou s'attend d'obtenir, directement ou indirectement, un intérêt dans la transaction recommandée, indépendamment de ses honoraires comme conseiller, il doit obtenir une évaluation ou une opinion indépendante, selon ce que la transaction peut exiger.
- (c) Dans tous les cas où l'investissement projeté représente un montant égal à 5% du capital de participation, il faut obtenir une évaluation ou une opinion indépendante.
- (d) Il ne sera pas requis d'obtenir une évaluation dans le cas des hypothèques de la Loi nationale sur l'habitation.

(12) Certificat des fiduciaires

- (a) Les fiduciaires doivent étudier les investissements au moins tous les ans, antérieurement à la réunion annuelle, aux fins de déterminer si la valeur marchande juste de l'actif sous-jacent d'un investissement particulier ou de chaque investissement immobilier détenu par le trust, est égale ou inférieure à la valeur marchande juste au moment de l'investissement et, dans le cas de l'encours des prêts, si la garantie est toujours satisfaisante.
- (b) Les fiduciaires doivent préparer une déclaration antérieurement à la réunion annuelle établissant dans l'ensemble, si la chose est justifiée, le montant, s'il y a lieu, de l'insuffisance de la garantie sur chaque prêt comme garantie du prêt à leur opinion, et le montant de la différence entre la valeur marchande juste de toute propriété immobilière qui aurait baissée en bas du montant auquel la propriété immobilière est inscrite

aux livres de l'émetteur, et la déclaration doit être adressée à chaque détenteur d'unités avec l'avis de la réunion annuelle.

(13) Distribution de l'actif

Les fiduciaires ou les associés de gestion ne doivent pas faire une distribution de l'actif, par le recours à des dividendes comptant ou autrement, qui pourrait réduire l'habileté de l'émetteur de rembourser les prêts ou de rencontrer d'autres engagements.

L Responsabilité des détenteurs d'unités et des fiduciaires

(1) Révélation sur les certificats d'unités

La nature et l'étendue de la responsabilité potentielle des détenteurs d'unités personnellement envers des tiers doivent être clairement établies sur chaque certificat d'unité aussi bien que dans chaque prospectus, déclaration de cote, déclaration de fait matériel ou autre document semblable.

(2) Limite de l'indemnisation des fiduciaires

La déclaration de fiducie doit stipuler que les fiduciaires ne peuvent que s'en reporter à l'actif du trust aux fins d'indemnisation.

(3) Limite contractuelle sur la responsabilité

Quant à tout contrat conclu par la fiducie, la déclaration de fiducie doit exiger qu'il y ait une condition dans chaque contrat conclu par l'émetteur voulant que la responsabilité personnelle des détenteurs d'unités et des fiduciaires envers des tiers, y compris le conseiller, soit limitée à leur participation à l'actif de fiducie.

M Révélation dans le prospectus

Ce qui suit illustre un certain nombre de questions matérielles dont on a traité dans les sections antérieures et qui doivent être révélées dans le prospectus:

(1) La nature et l'étendue de la responsabilité personnelle et potentielle de chaque détenteur d'unités doivent être clairement révélées et les opinions légales écrites à l'appui de cette révélation doivent être déposées auprès de la Commission.

(2) La politique d'investissement de l'émetteur doit être définie.

(3) Chacune des catégories d'investissement envisagée doit être définie y compris la nature des risques en cause.

(4) Les unités de participation auprès de l'émetteur ne doivent pas être appelées des "actions".

(5) Les unités doivent être librement transférables comme des actions aux termes de la "Ontario Business Corporations Act" et leur possibilité de transfert doit faire l'objet d'une opinion légale écrite, déposée auprès de la Commission.

(6) Les conflits d'intérêt ou les conflits possibles d'intérêt entre le conseiller et l'émetteur devraient être énoncés clairement en même temps que les mesures qui ont été prises pour éviter ou minimiser l'effet possible de ces conflits.

Ontario Securities Commission
SOMMAIRE HEBDOMADAIRE

Semaine se terminant le 7 septembre 1972

LE SOMMAIRE HEBDOMADAIRE POUR CETTE SEMAINE CONSISTE EN TROIS PARTIES, EN PLUS DES PARTIES A ET B HABITUELLES, IL Y A UN SUPPLÉMENT "C" QUI CONSTITUE UNE PAGE 81 MODIFIÉE, À LA POLITIQUE NUMÉRO 3-25, ÉMISE PAR LA COMMISSION LE 31 AOÛT 1972. CETTE NOUVELLE PAGE DEVRAIT REMPLACER LA PAGE 81 PUBLIÉE LE 31 AOÛT 1972.

POLITIQUE NUMÉRO 3-25

TRUSTS ET ASSOCIATIONS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

LES CHANGEMENTS POUR FACILITER L'IDENTIFICATION ONT ÉTÉ SOULIGNÉS À LA PAGE 81 DE REMPLACEMENT ET QUI SE RAPPORTE AU PARAGRAPHE 6 — HONORAIRES ET DÉPENSES — SOUS ALINÉA (a) SEULEMENT.

DANS LA PREMIÈRE PARTIE DE L'ALINÉA (a) LES MOTS "À L'EXCLUSION DES PRÊTS ET DES HYPOTHÈQUES" À LA DIXIÈME LIGNE, SONT BIFFÉS ET LES MOTS "AUTRES QUE DES PRÊTS ET DES HYPOTHÈQUES" Y SONT SUBSTITUÉS. À LA VINGTIÈME LIGNE DU MÊME SOUS ALINÉA (a) LES MOTS "SANS EXCLUSION" SONT BIFFÉS ET LES MOTS "À L'EXCLUSION DE CE QUI EST NOTÉ CI-DESSUS" SONT INSÉRÉS ENTRE LES MOTS "TRUST" ET "NE DOIVENT-ELLES".

SUPPLÉMENT "C" AU SOMMAIRE HEBDOMADAIRE — 7 SEPTEMBRE 1972, PAGE À SUBSTITUER

paiement des intérêts et des dividendes, et généralement, toutes les questions se rapportant à l'obtention et à l'administration des actifs de l'émetteur et l'émission, le transfert et la cote des titres émis.

- (6) Honoraires et dépenses
- (a) Les dépenses annuelles globales de chaque genre payées ou encourues par le trust y compris les intérêts, les taxes, les dépenses en rapport avec l'émission de titres, les relations d'actionnaires, et l'acquisition, l'exploitation, l'entretien, la protection et l'aliénation des propriétés immobilières de l'émetteur, *autre que* des hypothèques et des prêts, mais comprenant les frais de conseiller et les honoraires de remboursement des hypothèques et toutes les autres dépenses, ne peuvent pas dépasser le plus élevé des montants suivants:
- (i) 1½ % de l'actif net moyen du trust; ou
- (ii) 25 % du revenu net du trust, à l'exclusion de la provision pour dépréciation et à l'exclusion des gains et des pertes en capital, et des revenus et des dépenses extraordinaires; mais en aucun cas les dépenses annuelles globales de chaque genre payées ou encourues par le trust, à l'exclusion de ce qui est noté ci-dessus ne doivent-elles dépasser 1½ % de l'actif investi total du fonds.
- (b) Le conseiller doit rembourser au trust, au moins annuellement, le montant de l'excédent des dépenses annuelles globales payées ou encourues par le trust, tel que défini en (a), sur le maximum.

(7) Honoraires supplémentaires interdits

En ce qui concerne les transactions de prêt, qu'il soit garanti ou non, le conseiller ou l'un quelconque de ses affiliés ne doit recevoir aucuns honoraires ou avantages autres que les honoraires de conseiller mentionnés au paragraphe (6) ci-dessus.

Annexe G

Equipe spéciale du projet sur les nouveaux mécanismes et les nouvelles institutions de financement — participants

DIRECTION

Chef du projet

Directeur de la recherche

Coordonnateur et chef des études

M. J. C. Boyd

J. V. Poapst

T. F. Tyson

CHEFS DES ÉTUDES

E. D. L. Miller

George Rich

COLLABORATEURS ET CONSEILLERS À LA RECHERCHE

Larry M. Agranove

L. E. Barlow

H. H. Binhammer

Mme H. Boschen

Mme Nancy L. Carnwath

W. Peter Carter

Michael Davies

J. Harold Deason

J. A. Galbraith

P. W. Gauthier

G. A. Golden

C. W. Goldring

Paul Halpern

M. F. Harris

W. G. C. Howland

C. P. Keeley

E. P. Neufeld

Stephen O'Connor

J. S. Peterson

C. C. Potter

R. Simard

E. Sussman

W. R. Waters

H. Weitz

R. M. Wingfield, C.A.

W. Woloshyn

SECRÉTAIRES

Mme Audrey Balzer

Mme Ann Wright