

2005s-10

**De l'efficacité des dépenses  
fiscales pour l'achat d'actions :  
le cas du régime d'épargne-actions  
du Québec**

*Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*

---

**Série Scientifique**  
*Scientific Series*

---

**Montréal**  
**Mars 2005**

© 2005 *Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*. Tous droits réservés. *All rights reserved*. Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.  
*Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source.*



## CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

*CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.*

### *Les organisations-partenaires / The Partner Organizations*

#### PARTENAIRE MAJEUR

- . Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche [MDERR]

#### PARTENAIRES

- . Alcan inc.
- . Axa Canada
- . Banque du Canada
- . Banque Laurentienne du Canada
- . Banque Nationale du Canada
- . Banque Royale du Canada
- . Bell Canada
- . BMO Groupe Financier
- . Bombardier
- . Bourse de Montréal
- . Caisse de dépôt et placement du Québec
- . Développement des ressources humaines Canada [DRHC]
- . Fédération des caisses Desjardins du Québec
- . GazMétro
- . Groupe financier Norshield
- . Hydro-Québec
- . Industrie Canada
- . Ministère des Finances du Québec
- . Pratt & Whitney Canada Inc.
- . Raymond Chabot Grant Thornton
- . Ville de Montréal
  
- . École Polytechnique de Montréal
- . HEC Montréal
- . Université Concordia
- . Université de Montréal
- . Université du Québec
- . Université du Québec à Montréal
- . Université Laval
- . Université McGill
- . Université de Sherbrooke

#### ASSOCIE A :

- . Institut de Finance Mathématique de Montréal (IFM<sup>2</sup>)
- . Laboratoires universitaires Bell Canada
- . Réseau de calcul et de modélisation mathématique [RCM<sup>2</sup>]
- . Réseau de centres d'excellence MITACS (Les mathématiques des technologies de l'information et des systèmes complexes)

Les cahiers de la série scientifique (CS) visent à rendre accessibles des résultats de recherche effectuée au CIRANO afin de susciter échanges et commentaires. Ces cahiers sont écrits dans le style des publications scientifiques. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

*This paper presents research carried out at CIRANO and aims at encouraging discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.*

# De l'efficacité des dépenses fiscales pour l'achat d'actions : le cas du régime d'épargne-actions du Québec\*

Cécile Carpentier<sup>†</sup>, Jean-Marc Suret<sup>‡</sup>

## Résumé / Abstract

Le Régime d'épargne-actions du Québec (RÉAQ) est l'un des plus anciens programmes de dépenses fiscales mis en place par le gouvernement pour capitaliser les petites entreprises. Ce programme a été étudié puis instauré dans deux autres provinces. Son principal objectif est d'augmenter la demande de titres nouvellement émis. Cette augmentation de la demande provoque normalement une augmentation du prix des titres, ce qui diminue le coût des fonds propres. Bien qu'implanté depuis 25 ans, il existe peu d'analyses de l'efficacité du RÉAQ. Dans le cadre de la présente étude, nous étudions conceptuellement puis empiriquement ce programme, pour déterminer s'il constitue un moyen efficace d'aide au financement des entreprises en croissance.

Nous examinons brièvement les arguments utilisés pour justifier ce programme, puis résumons son évolution et les résultats des études antérieures. Il ressort que le RÉAQ a été très fréquemment modifié, et que les entreprises visées ont été successivement les grandes, les petites puis les moyennes entreprises, ainsi que les fonds d'investissement (Partie 1). Notre analyse conceptuelle de la rationalité et des conditions de succès de ce type de programme permet de comprendre les raisons de ces ajustements successifs et des problèmes vécus par le programme (Partie 2). Nous montrons que plusieurs conditions doivent être réunies pour obtenir une diminution significative du coût des fonds propres des émetteurs. L'émission doit être vendue intégralement ou presque au Québec, à des investisseurs individuels et constituer un premier appel public à l'épargne. Les émissions subséquentes sont en effet vendues au prix du marché, et l'investisseur est dans ce cas le seul bénéficiaire du crédit d'impôt. La même situation prévaut si les actions sont vendues à des investisseurs non imposables, ou à des non-résidents du Québec. Seules de petites entreprises, réalisant des premiers appels publics à l'épargne dont le produit brut est assez limité pour être placé entièrement au Québec, peuvent remplir les trois conditions nécessaires au succès en termes de politique publique.

Dans la troisième partie, nous analysons les émissions RÉAQ entre 1992 et 2002, et montrons que peu d'entre elles satisfont aux conditions d'efficacité du programme. Tel qu'il fonctionne depuis 1992, le programme profite vraisemblablement davantage aux investisseurs qu'aux émetteurs. En effet, les émissions sont très largement vendues hors Québec à des investisseurs non admissibles, qui ne bénéficient pas du crédit. Les émissions subséquentes sont devenues majoritaires. Le prix est fixé par le marché et un effet significatif sur le coût de financement est peu probable. Il est possible cependant que le programme ait pour effet d'augmenter la demande des titres, et de permettre des émissions qui n'auraient pas lieu autrement. La très forte activité d'émission dans toutes les provinces permet de douter de cet argument. Les fonds RÉAQ détiennent principalement des actions de grandes entreprises. Sur la base des proportions détenues dans le capital de petites sociétés en croissance, il semble peu probable qu'ils jouent un rôle déterminant dans le financement de ces sociétés. Par ailleurs, cet effet est obtenu à un coût élevé pour le gouvernement.

Actuellement, les conditions de fonctionnement du RÉAQ rendent peu probable un effet significatif sur le coût du capital des entreprises en croissance. Nous proposons, en conclusion, un certain nombre d'avenues de recherche qui permettraient de confirmer les preuves indirectes présentées dans cette étude.

---

\* Les auteurs remercient les évaluateurs et l'éditeur de la revue pour leurs suggestions et commentaires.

<sup>†</sup> Professeure agrégée, École de comptabilité de l'Université Laval et chercheure CIRANO.

<sup>‡</sup> Directeur de l'École de comptabilité de l'Université Laval et Fellow CIRANO. Adresse de correspondance : Jean-Marc Suret, Université Laval, Faculté des sciences de l'administration, École de comptabilité, Pavillon Palasis-Prince, bureau 5226, Québec, Québec, G1K 7P4, courriel : jean-marc.suret@fsa.ulaval.ca, téléphone : 418 656 7134, Fax : 418 656 7746.

*The Quebec Stock Savings Plan (QSSP) is one of the oldest tax expenditures programs put in place by the Quebec government to capitalize small businesses. Subsequently adopted by other provinces, QSSP is primarily intended to increase the demand for newly issued shares of small businesses. This increase should, in turn, boost the share price and lower the cost of equity for small firms. While it has been in force for 25 years in Quebec, evidence of the effectiveness of this program is sparse. This paper contains an empirical examination of this program that determines whether it constitutes an effective means of financing emerging companies.*

*We concisely analyze the arguments in favor of this tax expenditures program, and summarize its evolution and findings of earlier studies. We observe that the QSSP has been frequently modified, and that the target companies were successively large, small, and medium-sized firms and funds (Part 1). Our conceptual analysis of the rationale and the required success conditions for this program clarifies the reasons for these adjustments and failures (Part 2). We show that several conditions must be met to significantly decrease the issuers' equity cost. The issue should be sold mainly in Quebec to individual investors, and it should be an initial public offering. Seasoned offerings are sold at market price, and the investor is the only beneficiary of the program. The same situation prevails when the shares are sold to non-taxable investors, or to non-Quebec residents. In terms of public policy, these conditions can be met only by small companies, which launch IPOs modest enough to be sold entirely to individual investors in Quebec.*

*In the third section of the paper, we analyze the QSSP issues from 1992 to 2002, and show that few of these issues satisfied the efficiency conditions of the program. As designed in 1992, the program should mainly benefit investors rather than issuers, because the stock issues are sold largely outside of the province to non-eligible investors, who do not qualify for the credit. Seasoned issues now predominate. As the price of these issues is set by the market, a significant effect on the financing cost is unlikely. Although the QSSP might have increased the demand for securities and have permitted issues which would not be realizable without the program, the extremely high issuing activity across the provinces casts doubt on this argument. The QSSP funds mainly own shares of large corporations. Based on the proportion of capital of small emerging companies held in the funds, the funds' effect on small firm finance is probably insignificant, and incurs a high cost for the government.*

*Given the efficiency conditions of the QSSP program, a significant effect of the program on the equity cost of growing companies is currently unlikely. To conclude, we propose some research avenues that could confirm the indirect evidence presented in our paper.*

## INTRODUCTION

Au Canada, plusieurs gouvernements utilisent massivement les programmes de dépenses fiscales pour stimuler le développement économique. Le gouvernement du Québec a instauré jusqu'à 35 programmes, qui procurent des crédits d'impôt aux contribuables participant à des mesures dites « structurantes » pour l'économie<sup>1</sup>. Certains programmes ont une envergure nationale. C'est le cas des fonds de travailleurs. D'autres ont été étudiés et parfois instaurés dans d'autres provinces<sup>2</sup>. C'est le cas du Régime d'épargne-actions du Québec (RÉAQ). Ce mode d'intervention est fortement critiqué par les chercheurs du domaine. Par exemple, pour Chen et Mintz (2003, p.8): *Most provinces could consider reducing or eliminating targeted tax credits, low small-business tax rates, labour-sponsored venture credit, and flow-through shares for the exploration and development of resources in the interest of paying for faster and even greater reductions in general corporate and capital taxes.*

Les dépenses fiscales associées à l'économie coûtent en effet fort cher. Au Québec seulement, les mesures structurantes pour l'économie relevant de l'imposition des particuliers sont estimées, pour l'année 2003, à 271 millions de dollars auxquels on peut ajouter 854 millions de dollars de crédits d'impôt remboursables aux entreprises et destinés à encourager l'innovation<sup>3</sup>. Larin *et al.* (2001) fournissent une analyse des diverses mesures et de la politique industrielle du Québec en ce domaine. Toutefois, il est surprenant de constater la relative rareté des travaux consacrés à l'analyse des programmes relevant de l'imposition des particuliers au Canada. Les fonds de travailleurs ont été étudiés à quelques reprises (Osborne et Sandler, 1998; Vaillancourt, 1997) et quelques études du RÉAQ ont été menées dans les années 90 (Suret, 1993 ; Suret et Cormier, 1997). Un document de travail non publié, Bédard *et al.* (2004), constitue, à notre connaissance, la seule étude récente de ce programme. Au moment où les gouvernements s'interrogent sur le bien fondé de ce mode d'intervention, il semble important d'analyser ce programme créé en 1979.

L'existence de tels programmes suscite trois questions principales. En premier lieu, existe-t-il une telle carence des marchés qui justifie une intervention gouvernementale ? Même si les groupes de pression qui réclament ces programmes sont prompts à les mettre de l'avant, les carences des marchés reçoivent généralement peu de support de la part des chercheurs. La réponse à cette question dépasse cependant le cadre de cette étude, où nous nous concentrons essentiellement sur les autres interrogations, qui sont les suivantes. En admettant que le problème existe, comment et dans quelles conditions l'outil des dépenses fiscales peut-il effectivement contribuer à régler ce problème ? Ces conditions prévalent-elles actuellement ?

Dans le cadre de la présente étude, nous étudions conceptuellement puis empiriquement le RÉAQ, pour déterminer s'il constitue un moyen efficace d'aide au financement des entreprises en croissance. Nous analysons brièvement les arguments utilisés pour justifier ce programme, puis résumons son évolution et les résultats des quelques études antérieures (Partie 1). Nous analysons ensuite les conditions qui doivent prévaloir pour qu'un mécanisme de type RÉAQ atteigne ses objectifs de réduction du coût du capital (Partie 2). Dans la troisième partie, nous analysons les émissions effectuées dans le cadre du RÉAQ entre 1992 et 2002, et estimons la proportion d'entre elles satisfaisant aux conditions d'efficacité. Dans la quatrième partie, nous présentons nos conclusions et avenues de recherche.

## 1. LE REAQ : CONTEXTE ET MODALITES

### 1.1. LA JUSTIFICATION DU PROGRAMME

Lors de sa création le 22 juin 1979, le RÉAQ visait un triple objectif : réduire le fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé, stimuler la détention des titres boursiers et faciliter l'accroissement du capital permanent des entreprises. Convenons ici que l'objectif de réduction du poids de la fiscalité peut être obtenu de façon beaucoup plus simple en réduisant les taux marginaux supérieurs. L'objectif d'augmenter la détention d'actions par les québécois ne justifie aucunement une intervention gouvernementale en 2004. Le taux de détention (31%) a maintenant à peu près rejoint la moyenne canadienne (37%), suivant les données de la Commission des valeurs mobilières du Québec<sup>4</sup>. La seule justification possible à l'existence du RÉAQ au début des années 2000 est donc l'aide au financement des entreprises en croissance, qui était son objectif principal. Ce constat est d'ailleurs explicitement posé par le ministre des finances du Québec dès 1991<sup>5</sup> : «On peut maintenant considérer que le régime d'épargne-actions a répondu aux attentes qui lui ont été fixées à l'origine en ce qui a trait aux particuliers. Le véritable objectif du régime est maintenant d'assurer une meilleure capitalisation des entreprises québécoises». Ce programme s'inscrit donc parmi la panoplie des mesures destinées à favoriser le développement des petites et moyennes entreprises au Canada, qu'évoquent par exemple Osborne et Sandler (1998).

Le RÉAQ a comme objectif principal d'améliorer la capitalisation des PME, dont la faiblesse est imputée à des carences de marché. Plusieurs documents et rapports évoquent l'existence de ces lacunes des marchés (*Financial Gaps*), qui pénaliseraient les entreprises de petite taille (Industry Canada, 2002). Ces rapports, ainsi que les rares études scientifiques du phénomène (Cressy, 2002; Lerner 2002) situent les lacunes de marché au niveau du capital de démarrage dans le secteur technologique. À notre connaissance, il n'existe pas de travaux qui démontrent des dysfonctions importantes du marché des émissions initiales et encore moins des émissions subséquentes au Canada. Au contraire, plusieurs études, dont Kooli et Suret (2002) proposent une revue, indiquent que les coûts des émissions sont moins élevés au Canada qu'aux États-Unis pour des montants comparables. Ils demeurent toutefois relativement élevés pour les entreprises de petite taille. L'activité d'émission est d'ailleurs considérable au Canada. On recense 1 891 émissions initiales publiques entre 1991 et 2000, auxquelles s'ajoutent 4 724 placements privés de sociétés ouvertes entre 1993 et 2003 et 3 502 émissions subséquentes conventionnelles. En onze ans, 4 564 sociétés ont procédé à 10 671 placements en actions au Canada (Carpentier *et al.*, 2004). La majorité des opérations proviennent des entreprises les moins capitalisées. Par exemple, en deux années, les sociétés de la Bourse de croissance ont émis pour près de 1,5 milliards de dollars, principalement sous forme de placements privés (Désy, 2003). Il est donc possible pour une entreprise de procéder à un appel à l'épargne sans l'aide d'un mécanisme fiscal et il semble difficile de démontrer que l'intervention de l'État soit nécessaire pour faciliter le financement public des entreprises au Canada. L'analyse approfondie de la nécessité du programme dépasse toutefois le cadre de la présente étude, consacrée aux conditions de son efficacité.

## 1.2. LES MODALITÉS DU PROGRAMME

### 1.2.1. Les émissions RÉAQ

Le régime d'épargne-actions relève de la Loi sur les impôts du Québec (articles 726.1 et 965.19). Suret et Cormier (1997) synthétisent l'évolution des modalités du RÉAQ et distinguent les caractéristiques permanentes du programme (p.588): « (...) permettre à un particulier résidant au Québec de réclamer une déduction dans le calcul de son revenu imposable égale à une partie du coût d'acquisition 'd'actions admissibles' de 'corporations admissibles'. Pour être admissible, une corporation doit employer au moins cinq personnes à plein temps au cours de l'année précédant l'émission et doit avoir sa direction générale au Québec, ou y verser plus de la moitié de ses salaires. Les placements de portefeuille ne peuvent représenter plus de 50 p. cent de l'actif d'une corporation admissible. De plus, celle-ci doit effectuer une offre publique d'actions comportant au moins un droit de vote. (...) Pour bénéficier de la déduction, l'investisseur doit détenir les titres durant deux années civiles complètes, mais ceux-ci peuvent être remplacés par d'autres actions admissibles. »

Quatre grandes phases d'évolution du programme ressortent :

1) le démarrage (1979-1982): Au départ, la déduction accordée était la même quelle que soit la taille de l'entreprise émettrice. Par conséquent, de 1979 à 1983, les investisseurs ont surtout acquis des actions de grandes entreprises, pour lesquelles un appui du gouvernement était économiquement peu justifiable (Banque Nationale, Bell...). Le RÉAQ a donc assez rapidement été réorienté vers les entreprises de taille petite et moyenne, en modulant le crédit d'impôt et en limitant les montants qui pouvaient être réclamés au titre d'investissement dans les sociétés de grande taille.

2) l'expansion (1983-1986): La mise en œuvre du RÉAQ s'inscrit à une époque où prévaut la notion de sous capitalisation des PME. Pour orienter l'épargne vers les entreprises de petite taille, quatre catégories de sociétés sont créées. Il s'agit des sociétés de taille importante (plus de 1 milliard de dollars d'actif), de taille intermédiaire (dont l'actif est compris entre 25 millions et 1 milliards de dollars), des sociétés en voie de développement (actif compris entre 2 et 25 millions de dollars) et des autres. Les actions ordinaire et subalterne sont admissibles. La déduction accordée lors de l'achat de titre de sociétés en voie de développement peut atteindre 150% du coût dans le cas des titres ordinaires alors que la déduction totale accordée pour l'achat de titres de sociétés importantes est limitée à 1000 \$. Les sociétés à capital de risque à vocation régionale deviennent admissibles au régime d'épargne-actions à partir de 1986<sup>6</sup>. Lacroix (1987a) propose une description détaillée des modalités du programme à cette époque. Cette période correspond à une euphorie boursière, et donne lieu à plusieurs dérives. En 1986 par exemple, 45% des montants placés au Québec sont composés d'actions subalternes et les grandes entreprises continuent à drainer une part importante des montants recueillis. À la fin de cette année, deux déclarations ministérielles réduisent les déductions pour les entreprises dont l'actif se situe entre 250 millions et un milliard de \$ et oriente donc davantage le programme vers les petits entreprises.

3) La réorientation et les tentatives de relance (1987-1992): L'année 1987 est marquée par une chute importante des valeurs de petite capitalisation. Après une période d'activité intense, le nombre des émissions RÉAQ diminue très fortement. La débâcle boursière d'octobre 1987

accentue la désaffection des investisseurs pour les titres RÉAQ. Les fonds d'investissement RÉAQ sont institués le 1<sup>er</sup> janvier 1988, pour tenter de revitaliser le marché des titres admissibles, qui étaient très peu échangés. Les fonds permettent également une meilleure diversification des portefeuilles des participants. Les paramètres du programme sont ajustés à nouveau en 1991 pour rendre admissibles des titres de taille plus importante, dont l'actif peut atteindre 2,5 milliards de \$.<sup>7</sup> Cette période de transition voit très peu d'émissions admissibles et le programme est jugé en difficulté (Martin, 1988).

4) Le recentrage (1993-2002) : Entre 1988 et 1992, la grande majorité des émissions RÉAQ sont le fait de très grandes entreprises. Le 20 mai 1993, le Ministre des finances restreint l'utilisation du RÉAQ aux seules entreprises dont l'actif est inférieur à 250 millions de dollars<sup>8</sup>: «Actuellement les corporations dont l'actif est inférieur à 2,5 milliards de dollars sont admissibles au régime d'épargne-actions. Afin de limiter les avantages fiscaux reliés au RÉAQ aux investissements dans les corporations qui en ont le plus besoin, les actions et titres convertibles des corporations dont l'actif est de 250 millions de dollars ou plus ne seront plus admissibles aux RÉAQ.» À partir de 1993, les catégories 'entreprises de grande taille' et 'grandes entreprises' ne sont plus admissibles au RÉAQ, et la catégorie 'entreprises en développement' est renommée 'sociétés en croissance'. La taille limite de l'actif des sociétés admissibles au RÉAQ est portée à 300 millions<sup>9</sup> puis à 350 millions de dollars dans le budget 1999-2000.

Le tableau A1 de l'annexe 1 récapitule les principales modifications apportées aux paramètres du RÉAQ entre 1979 et 2002. Le tableau 1 illustre la conséquence de ces ajustements ainsi que des aléas du marché boursier. Il existe quatre sous-périodes distinctes, en termes d'activité d'émission et de placement des titres. Au cours de la première, qui voit le démarrage du programme, les placements sont principalement effectués par des entreprises de grande taille et les émissions initiales sont fort rares. Elles sont alors placées intégralement au Québec. La seconde période voit la croissance rapide du programme. Elle se termine en 1987. Les émissions initiales sont majoritaires (57,65% des placements) et elles sont presque exclusivement vendues au Québec : 94,79 % des titres sont vendus localement et la proportion des titres vendus au Québec dépasse 90% du produit brut dans 92,07% des cas. Au cours de la période de transition (1988-1991) les émissions initiales disparaissent, à l'exception de la privatisation d'Air Canada. Les titres sont de plus en plus largement vendus hors Québec et la proportion vendue localement passe à 72,22%. Au cours de la période récente, les émissions initiales ne constituent plus que 40,32% des émissions et elles sont vendues majoritairement en dehors de la province. Seules 10% des émissions initiales sont vendues en totalité ou presque (90% et plus du produit brut) localement. La moitié seulement (50,94%) des actions émises dans le cadre du programme sont vendues localement. Les émetteurs non admissibles jouent donc un rôle très important au cours de cette période et il est probable qu'ils interviennent dans la détermination des prix d'émission. L'étude proposée ici porte exclusivement sur la période qui commence en 1992, et prend fin peu avant que le budget 2003-2004 institue un moratoire, qui sera reconduit dans le budget 2004-2005.

Tableau 1 : Caractéristiques des émissions effectuées dans le cadre du RÉAQ selon les périodes.

Période	1979-1982	1983-1987	1988-1991	1992-2002
Nombre d'émissions	21	307	32	124
Nombre de PAPE	3	177	1	50
Proportion de PAPE, en %	14,29	57,65	3,13	40,32
Pourcentage moyen des émissions placé au Québec				
Ensemble des émissions, en %	70,56	91,45	72,22	50,94
PAPE, en %	100,00	94,79	9,80	43,28
Non PAPE, en %	67,10	85,99	74,44	56,41
Proportion des émissions dont le produit brut est placé à plus de 90% au Québec				
Ensemble des émissions, en %	52,63	82,95	51,72	20,83
PAPE, en %	100,00	92,07	0,00	10,00
Non PAPE, en %	47,06	68,00	53,57	28,57

Les modalités les plus récentes du programme sont les suivantes : en 2002, l'acquisition de titres de sociétés admissibles au RÉAQ permet la déduction de 50% à 150% des sommes investies, jusqu'à concurrence de 10% du revenu total (article 965.19), à condition de détenir les titres durant 2 années civiles complètes. Les titres peuvent cependant être remplacés par d'autres actions admissibles<sup>10</sup> pour un coût équivalent au montant pour lequel le particulier a obtenu une déduction. De façon générale, le RÉAQ permet au particulier qui acquiert des actions nouvellement émises par une société admissible de déduire 75 % du coût d'acquisition dans le calcul de son revenu imposable au Québec (tableau 2). Le pourcentage de déduction est porté à 100 % pour des actions émises par une société en croissance, mais il n'est que de 50% pour les titres convertibles admissibles<sup>11</sup> de ces sociétés. Un régime d'actionariat, permettant aux employés qui achètent leurs actions de profiter d'une déduction additionnelle de 25%, peut être institué. Outre les sociétés à capital de risque à vocation régionale, deux catégories de sociétés existent et commandent des pourcentages de déduction différents. Les critères qui permettent de classer les sociétés dans l'une ou l'autre des catégories demeurent cependant obscurs<sup>12</sup>.

Tableau 2 : Taux de déduction des différents titres suivant le RÉAQ pour l'année 2003

Catégorie	Actif	Titre	Taux
Société RÉA en croissance	2 < actif < 350 millions de \$	Action	100%*
		Titre convertible	50%
Société RÉA non en croissance	< 350 millions de \$	Action	75%*
Société RÉA à capital de risque à vocation régionale	< 350 millions de \$	Action	150%
		Action privilégiée convertible	75%

\* ce taux doit être augmenté de 25% si une action a été acquise dans le cadre d'un régime d'actionariat.

Source : Guide du relevé 7, p. 9 disponible à [http://www.revenu.gouv.qc.ca/fr/formulaires/rl/rl-7\\_g.asp](http://www.revenu.gouv.qc.ca/fr/formulaires/rl/rl-7_g.asp), 10/2003.

Pour bénéficier de la déduction, un particulier qui réside au Québec le 31 décembre doit avoir acheté et inclus des titres admissibles dans son régime d'épargne-actions. La déduction est limitée à 10% de son revenu total. Dans le calcul de son revenu imposable pour l'année, il peut déduire le moindre : 1) du coût (hors frais de courtage, d'emprunt...)<sup>13</sup> des actions achetées pendant l'année et ajoutées au RÉAQ avant le 31 janvier de l'année suivante, 2) de l'excédent du coût (hors frais de courtage, d'emprunt...) de son portefeuille en actions du régime à la fin de l'année par rapport à l'ensemble des montants déduits au titre du régime pour les deux années d'imposition précédentes moins le montant inclus dans son revenu<sup>14</sup> pour l'année précédente.

Pour se qualifier au RÉAQ, les entreprises doivent respecter un certain nombre de conditions portant sur leurs caractéristiques<sup>15</sup> d'une part et sur la nature des titres émis<sup>16</sup> d'autre part. Elles doivent notamment obligatoirement obtenir du ministère du revenu du Québec, pour toute émission d'actions, une décision anticipée favorable au moment du dépôt du prospectus final, quant au respect des objectifs du programme<sup>17</sup>. Les ajustements successifs apportés à ce programme expliquent vraisemblablement le fait que plusieurs articles de la Loi sur les impôts du Québec soient consacrés à ce programme. La contribution du RÉAQ à la complexité<sup>18</sup> des lois fiscales est un élément de coût indirect, difficile à quantifier.

Au cours de la période étudiée, la grande majorité des émissions initiales de sociétés québécoises se sont prévaluées du programme. Celles qui ne l'ont pas fait appartiennent à l'une ou l'autre des catégories suivantes. Les sociétés de capital de démarrage ne sont pas admissibles, car elles ne sont que des fonds destinés à un placement futur et n'emploient pas de personnel. Elles lèvent des montants peu élevés, inférieurs à 300 000\$. Les émissions de Rutel Network Corporation, Fiberoptic One Inc., Kiddo Technologies Inc, entre autres, appartiennent à ce groupe qui compose la majorité des émetteurs qui n'ont pas utilisé le RÉAQ. Un second groupe restreint est composé d'émetteurs qui procèdent à des émissions pan-canadiennes et demandent un avis dans le cadre du Régime d'examen concerté des prospectus. EXFO, Electro-Optical Engineering Inc., Advitech Inc. et CryoCath Technologies Inc. appartiennent à cette catégorie. Enfin, quelques émetteurs tels que Industrial Alliance Insurance and Financial Services Inc. et Bell Canada International Inc. ne répondaient pas aux critères du programme. Les effets du Régime sur les prix des actions et les taux implicites ne peuvent donc pas être analysés à partir des seules émissions de sociétés québécoises.

### 1.2.2. Les émissions des fonds RÉAQ

Un fonds RÉAQ est un fonds commun de placement ou une société de placement à capital variable, au sens de la Loi sur les valeurs mobilières, établi au Québec et dont le fiduciaire ou le gestionnaire réside au Canada ou maintient un établissement au Québec (articles 965.6.21 et 22). Un particulier résidant au Québec et acquérant des titres émis par un fonds d'investissement peut profiter de la même déduction que s'il procédait par voie d'acquisition d'actions admissibles au RÉAQ<sup>19</sup>.

Les fonds doivent obtenir du ministère du Revenu du Québec une décision selon laquelle les titres émis sont admissibles au RÉAQ<sup>20</sup>. Ils s'engagent à utiliser la totalité ou une partie des fonds recueillis à des investissements dans des actions admissibles au RÉAQ. La déduction du revenu net est limitée au pourcentage des montants recueillis par le fonds effectivement investi dans des

titres admissibles. Ce taux de déduction est différent pour chaque série, et ne peut pas être garanti par le fonds au moment où il émet une nouvelle série d'actions. Ce taux est précisé aux investisseurs avant le 28 février de l'année suivante. Les valeurs comptables payées par les investisseurs à titre de souscription à un fonds RÉAQ sont défiscalisées après deux années fiscales complètes suivant l'année de l'attribution. Les unités de fonds RÉAQ peuvent ensuite être revendues. L'investisseur peut procéder à un roulement des actifs à la valeur liquidative pour créer une nouvelle contribution au fonds.

La création de tels fonds contrevenait aux dispositions de la réglementation des valeurs mobilières, qui impose la détention d'une large proportion de titres négociables. Ce n'est pas le cas des investissements dans des placements privés, peu liquides et assujettis à des restrictions de revente. Les fonds RÉAQ ont obtenu une dérogation à l'article 284 du règlement des valeurs mobilières qui stipule que «l'actif net calculé à la valeur marchande d'un fonds commun de placement ou d'une société d'investissement à capital variable doit à tout moment être composé d'au moins 90% de titres facilement négociables ou d'espèces. Il faut entendre par titre facilement négociable 'un titre librement cessible qui est inscrit à la cote d'une bourse ou fait régulièrement l'objet d'opérations sur un marché organisé et dont le cours est publié régulièrement'». Les fonds RÉAQ ont également obtenu une modification des règles relatives aux restrictions de revente. Les ajustements à la réglementation et le suivi qu'impliquent ces fonds et les autres titres RÉAQ représentent un coût indirect du programme, qu'il est toutefois difficile de quantifier.

### 1.3. LES ÉTUDES ANTÉRIEURES

Les résultats des quelques études antérieures permettent quatre conclusions générales. Ces constats semblent avoir orienté les changements successifs apportés au programme.

Le RÉAQ est peu utile pour les sociétés de grande taille. Suret et Cormier (1997, tableau 12) montrent qu'en moyenne, les sociétés importantes admissibles au RÉAQ, telles que Québecor et Bombardier ont versé des dividendes qui représentaient 60% des montants prélevés dans le cadre du programme<sup>21</sup>. Il est donc difficile de prétendre que ces entreprises faisaient face à des problèmes de financement que le RÉAQ pouvait résoudre. Le Ministre des finances lui-même reconnaissait, dans son discours sur le budget du 10 mai 1983, que les très grandes entreprises, telle Canadian Pacific Enterprises ou les grandes banques, n'avait pas besoin de ce programme. Il a alors été réorienté vers les entreprises de petite taille.

Les performances opérationnelles des petites entreprises qui sont entrées en Bourse dans le cadre du RÉAQ sont très faibles et les taux de succès très réduits. À la fin de 1994, seulement 20% des émissions d'entreprises de petite taille effectuées dans le cadre du RÉAQ pouvaient être considérées comme des succès (Suret et Cormier, 1997, p. 602), et le taux de faillite ou rachat à prix très faible est de l'ordre de 32%. Ce résultat n'est cependant pas spécifique au RÉAQ.

Les travaux qui ont porté sur la performance boursière des titres RÉAQ indiquent que ni les investisseurs, ni les courtiers ne sont en mesure d'évaluer correctement les titres des petites sociétés qui émettent dans le cadre du programme. Suret et Cormier (1997) évaluent la perte d'opportunité des investisseurs, c'est-à-dire l'écart entre la valeur accumulée en investissant dans les titres RÉAQ et celle qu'ils auraient accumulée, à la même date, via un placement indiciel.

Cette perte s'établit à 745,79 millions de dollars au 31 décembre 1994, si l'on ne tient pas compte du crédit d'impôt, pour un investissement brut de 1 252,03 millions \$. Les titres ont donc été systématiquement sur évalués lors de l'émission. La perte d'opportunité corrigée pour les crédits d'impôt s'élève encore à 217,66 millions de dollars (p. 602). La sur évaluation des titres lors de l'émission a donc été supérieure aux crédits obtenus. Si la sous performance boursière des émissions initiales de petite taille touche la majorité des émissions de petite taille (Kooli et Suret, 2003), elle est particulièrement forte dans le cadre du RÉAQ.

Au cours des années 80, le RÉAQ semble avoir permis un ajustement des prix d'émission qui s'est traduit par la réduction de la sous-évaluation initiale du prix des titres. Cette sous-évaluation correspond à l'écart entre le prix fixé par le courtier (prix d'émission) et celui qui prévaudra sur le marché secondaire. Suret *et al.* (1990) estiment la sous-évaluation initiale à 12% en Ontario, de 1979 à 1985, alors qu'elle est inexistante au Québec pour les émissions admissibles au programme.

Dans le cas des émissions initiales vendues localement, les études antérieures semblent indiquer que le RÉAQ peut contribuer à réduire le coût du capital des émetteurs en annulant l'anomalie que constitue la sous-évaluation des titres. Il n'est cependant pas évident que cette opération soit économiquement justifiée, compte tenu de la faible performance boursière des investisseurs et du taux d'échec élevé des émetteurs. Ces résultats sont conformes aux attentes des modèles. Cependant, compte tenu de l'évolution très significative du programme, il convient de se demander si les conditions d'efficacité du programme qui devraient prévaloir sont toujours respectées.

## **2. LES CONDITIONS D'EFFICACITE DU PROGRAMME**

### **2.1. SOUS CAPITALISATION ET APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE**

Il existe plusieurs moyens, pour un gouvernement, d'intervenir dans le domaine de la capitalisation des entreprises. Outre l'offre directe de fonds par des sociétés d'État (SGF, Innovatech), le gouvernement québécois a employé plusieurs mesures fiscales. Le programme des fonds de travailleurs, étudié par Osborne et Sandler (1998) vise à augmenter l'offre de capital de risque, les Sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ) cherchent à favoriser le placement dans des sociétés fermées, et divers crédits favorisent des investissements dans des secteurs cibles. Le RÉAQ vise à promouvoir l'appel public à l'épargne puis l'inscription en Bourse de sociétés en croissance. Un tel programme repose sur plusieurs prémices, généralement non vérifiés.

Le premier postulat sous jacent à ce programme est qu'il est économiquement valable d'introduire sur le marché boursier des entreprises à un stade précoce de développement. Face à un manque perçu ou réel de financement de croissance, les Gouvernements et les Bourses ont opté pour des stratégies et politiques qui consistent à faire entrer sur le marché boursier des entreprises naissantes. Les observations faites en Allemagne (le Neue Market), en France (Le Nouveau Marché; Bottazzi et Da Rin, 2002), aux États-Unis (Fama et French, 2004), et au Canada (Carpentier *et al.*, 2003), montrent que le taux de survie des entreprises qui entrent en Bourse à un stade précoce de développement est extrêmement faible. Les taux de succès calculés après 5 ans ne dépassent pas 10 à 15%, et les rendements moyens après les émissions sont très

fortement négatifs (Carpentier et Suret, 2003). L'inscription précoce des sociétés sur le marché boursier semble donc conduire à une allocation sous optimale des fonds.

La faible performance opérationnelle des émissions initiales serait peu dommageable pour les investisseurs s'ils étaient en mesure d'analyser correctement les prospectus et d'établir correctement les prix d'émission (postulat 2). Dans le cadre de programmes tels que le RÉAQ les placements sont faits par des sociétés jeunes, dont les données sont généralement succinctes. De telles opérations s'apparentent davantage à un placement privé qu'à un placement boursier conventionnel. Or selon Fenn *et al.* (1996, p.1), *few investors had the skills necessary to invest directly in this asset class, and those that did found it difficult to use their skills efficiently*. Les programmes qui favorisent le financement public d'entreprises immatures devraient donc se traduire par d'importantes pertes de richesse pour les investisseurs individuels. C'est le constat général auxquelles parviennent les chercheurs (Fama et French, 2004; Bottazzi et Da Rin, 2002). Il est donc économiquement injustifié et éthiquement discutable d'inciter des entreprises à accéder très rapidement au marché boursier et des investisseurs non avertis à acquérir de tels titres. Ces politiques ont des effets pervers importants : elles provoquent des transferts de richesse des investisseurs vers les émetteurs et la débâcle des titres RÉAQ de faible capitalisation a très certainement écarté de façon durable les investisseurs des placements dans les sociétés en démarrage<sup>22</sup>. Il n'est donc pas surprenant d'observer que le RÉAQ ait évolué pour ne concerner essentiellement que des titres plus fortement capitalisés, ce qui a amené le Gouvernement à définir comme société admissible au RÉAQ des sociétés dont l'actif est inférieur à 350 millions de dollars.

Le troisième postulat est relatif à l'imperfection du processus d'émission initiale. Un programme pourrait être justifié s'il permettait, à un coût raisonnable, d'améliorer les conditions dans lesquelles un appel public peut être réalisé. La réduction des coûts d'émission réduirait le coût du capital de l'entreprise et lui procurerait un avantage concurrentiel. Deux formes de coûts prévalent lors des émissions initiales. Les coûts directs, essentiellement versés aux courtiers représentent près de 20% du produit brut, alors que la sous évaluation initiale représentent environ 12 % de selon les diverses études canadiennes. Le coût d'un premier appel public à l'épargne, pour des émissions de petite taille au Canada est relativement élevé, mais il se compare avantageusement aux coûts des émissions de même taille effectuées aux États-Unis. Cependant, l'augmentation du prix d'émission, ou la réduction des frais directs, constituerait un avantage pour les émetteurs.

Il reste à déterminer comment et dans quelles conditions un programme comme le RÉAQ peut améliorer les conditions d'émission.

## 2.2. FISCALITÉ ET COÛT DE FINANCEMENT

Les cours boursiers reflètent en principe la valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur actualisée des flux monétaires futurs. Cette valeur est déterminée par l'équilibre entre l'offre et la demande de titres, elle-même définie par les anticipations des investisseurs quant aux flux futurs.

Lorsque le Gouvernement associe un crédit d'impôt à l'achat du titre, il perturbe cet équilibre. Les cours s'ajustent à la hausse, en fonction du prix offert par l'investisseur marginal, que nous

supposons être le plus imposé<sup>23</sup>. Pour que ce mécanisme fonctionne, il importe que le prix des titres soit effectivement fixé par des investisseurs admissibles au RÉAQ. Si une partie de l'émission, même relativement faible, est vendue à des investisseurs institutionnels ou non admissibles parce que ne résidant pas au Québec, l'émission se fait à la valeur intrinsèque si l'on admet le critère de rationalité des agents qui sert de base à la théorie économique. L'entreprise ne bénéficie pas alors d'une appréciation des cours. En effet, aucun investisseur rationnel n'accepterait d'acquérir un titre à un prix supérieur à sa valeur intrinsèque.

Ce mécanisme d'ajustement des cours provoque une réduction des taux de rendement avant impôt, phénomène connu sous le terme de taux d'impôt implicite (Scholes *et al.*, 2002, chapitre 5). On considère que des taxes sont implicitement payées à travers la baisse des taux de rendement exigés sur l'investissement. Supposons par exemple, qu'une action ordinaire promette 10\$ par année<sup>24</sup>. Sa valeur intrinsèque est de 100\$. Pour favoriser les entreprises, le gouvernement institue une déduction d'impôt relative à l'achat de ce type d'actions ordinaires, dont le prix d'achat devient déductible à 100%.

En l'absence de toute déduction fiscale, le prix reflète la valeur intrinsèque, soit 100\$. Lorsque qu'une déduction fiscale est attachée à l'achat du titre, le prix s'ajuste à la hausse. Selon Bédard *et al.* (2004, p. 10), les investisseurs québécois accepteront de payer une prime pour acquérir les actions admissibles au RÉAQ, de sorte que la relation suivante soit respectée:

$$\frac{P_{RÉAQ}}{P_m} = \frac{1}{(1 - dt_0)}$$

avec :

$P_{RÉAQ}$  le prix d'émission d'une action admissible au RÉAQ

$P_m$  le prix du marché que les investisseurs sont prêts à payer pour gagner le même rendement après impôt que les investisseurs pouvant bénéficier de la déduction RÉAQ

$d$  le taux de déduction fiscale

$t_0$  le taux d'impôt marginal de l'investisseur individuel le plus imposé

Supposons que l'investisseur marginal soit imposé à 25%, et que le titre soit déductible à 100%. Le principe d'ajustement des cours vers le prix offert par l'investisseur marginal le plus imposé induit un prix d'émission pour cette action de  $133 = 100 / (1 - 100\% \times 25\%)$ , si les investisseurs marginaux ont une demande non limitée pour le titre, hypothèse plausible dans le cas des émissions initiales effectuées dans le cadre du programme.

Cette mesure fiscale favorise donc l'entreprise, qui vend 133\$ un titre dont la valeur intrinsèque est de 100\$. Ce gain de 33\$ pour l'entreprise représente une diminution de son coût de financement. L'entreprise vend en effet un actif générant un flux de 10\$ à l'infini, dont la valeur intrinsèque est de 100 (à un coût des fonds propres de 10%) pour 133\$, ce qui correspond à un coût des fonds propres de 7,5%. Le taux d'impôt implicite correspond à la baisse du taux de rendement exigé avant impôt. Celle-ci correspond ici à 25% soit  $10\% \times (1 - 25\%) = 7,5\%$ .

### 2.3. LE RÉAQ ET LE PRIX DES TITRES

Dans le cas du RÉAQ, les investisseurs résidant au Québec le 31 décembre de l'année au cours de laquelle ils achètent, sur le marché primaire, des titres admissibles peuvent déduire le coût rajusté des achats inclus dans un régime d'épargne-actions avant le 31 janvier de l'année suivante. Les prix des titres émis dans le cadre du RÉAQ devraient donc être augmentés du crédit d'impôt alloué à l'investisseur le plus imposé. Ce prix augmenté en raison de l'abri fiscal devrait profiter aux entreprises et réduire leur coût de financement. Toutefois, ceci n'est vrai que si les prix des titres sont fixés effectivement par les investisseurs privés (non institutionnels) imposés au Québec, qui sont les bénéficiaires exclusifs du programme. L'effet du régime sur les prix des titres et l'existence de taux implicite sont des sujets d'analyses empiriques (Erickson and Maydew, 1998). Suret *et al.* (1990) montrent que le RÉAQ semble faire disparaître la sous-évaluation initiale : le programme aurait bien permis une diminution du coût du financement, au prix, selon Suret et Cormier (1997), d'un appauvrissement significatif des investisseurs. Ceux-ci supporteraient donc des taux d'impôt implicites élevés. Toutefois, ces résultats découlent surtout de l'analyse des émissions des années 1982-1987, qui étaient essentiellement placées au Québec (Tableau 1) et composées en majorité de premiers appels publics à l'épargne. On peut donc défendre que les prix des actions émises au cours de cette période étaient largement déterminés en fonction du RÉAQ. Les changements très importants qui ont été apportés aux règles du programme après 1988 ont profondément modifié la nature et la répartition des titres émis dans le cadre du programme. Il faut donc se demander si il est possible qu'il joue encore un rôle significatif. Sur la base des principes qui ont été présentés dans la section précédente, nous sommes en mesure d'établir les conditions suivant lesquelles le crédit d'impôt est normalement transmis aux investisseurs. Par la suite, nous tenterons de déterminer dans quelle mesure les émissions postérieures à 1992 satisfont à ces conditions.

- L'émission subséquente : le prix de ces émissions est fixé très près du cours qui prévaut sur le marché. Aux États-Unis, un escompte de 3% environ est concédé (Mola et Loughran, 2004). Cet escompte peut être associé au fait que l'annonce d'un tel placement est généralement perçue négativement par le marché. Dans ce contexte, il est très peu plausible que le RÉAQ puisse avoir un effet significatif sur les prix des émissions subséquentes. Les seuls bénéficiaires du programme seraient les investisseurs, capables d'acquérir au prix du marché un titre pour lequel ils obtiendraient un avantage fiscal. La seule justification possible à l'aide fiscale aux émissions subséquentes pourrait être l'argument voulant que les émissions ne seraient pas possibles en l'absence du programme. Cette hypothèse ne peut être vérifiée, et elle doit être rejetée lorsque les actions sont majoritairement vendues à des investisseurs qui ne bénéficient pas du programme.

- L'émission est placée au Québec mais majoritairement acquise par les investisseurs institutionnels. Non admissibles au RÉAQ, les institutionnels ne paieront que la valeur intrinsèque. Les investisseurs non institutionnels bénéficient alors du crédit.

- Une partie de l'émission initiale est placée hors Québec. Les investisseurs des autres provinces ne bénéficient pas du crédit et ne paient donc que la valeur intrinsèque. Dès qu'une émission trouve preneur de façon significative hors Québec, on doit supposer que le prix d'émission ne prend pas en compte la déductibilité et ne présente aucun avantage pour l'entreprise, puisque le prix est fixé par le prospectus et ne peut différer suivant la province.

Dans chacune de ces situations, et sous réserve de la rationalité des investisseurs, les entreprises ne devraient plus bénéficier du RÉAQ et seuls les investisseurs québécois admissibles profiteraient des crédits accordés. Le programme serait alors inefficace en matière de financement des entreprises et influencerait seulement l'impôt payé par les investisseurs. Il est possible que le RÉAQ influence la demande pour une émission. Toutefois, dans un contexte où l'offre de titres est fixe et la demande augmentée par le programme, l'ajustement se fait par les prix et on revient au mécanisme décrit ci-dessus.

Seules les émissions initiales, vendues en quasi-totalité au Québec et dont les acquéreurs sont des particuliers (ou des fonds RÉAQ) devraient permettre l'atteinte du principal objectif du programme, qui est de favoriser le financement des sociétés en croissance. Pour évaluer l'utilité potentielle du programme pour les entreprises, il faut déterminer dans quelle mesure les émissions effectuées dans le cadre du RÉAQ satisfont ou non aux diverses conditions.

### **3. LES EMISSIONS RÉAQ**

Nous avons divisé l'analyse empirique en fonction des trois catégories de titres actuellement admissibles : les petites et moyennes entreprises, les grandes entreprises et les fonds. Ces catégories ne sont pas mutuellement exclusives. Les titres des deux premières catégories se retrouvent en forte proportion dans les fonds. Dans chaque cas, nous tentons de déterminer si les conditions qui permettent au programme d'atteindre ses objectifs sont ou non satisfaites.

#### **3.1. SOURCE DES DONNÉES**

La liste des émissions publiques RÉAQ provient :

- De 1998 à 2002 : des listes des placements avec prospectus de la CVMQ<sup>25</sup>,
- Pour 1997 : d'une liste obtenue directement de la CVMQ,
- De 1994 à 1996 : une liste initiale nous a été fournie par M. G. Le Blanc (gestionnaire du fonds RÉAQ Cote 100), le 29 juillet 2003. Cette liste a été vérifiée à l'aide de la base de données du Financial Post<sup>26</sup>.
- De 1992 à 1993 : données de l'étude Suret et Cormier (1997).

Le pourcentage de placement de l'émission au Québec est issu des listes des placements avec prospectus de la CVMQ, pour les années 1998 à 2002, et de relevés effectués dans les dossiers de la CVMQ pour les années 1992 à 1997. La liste des titres admissibles au RÉAQ inclus dans le portefeuille des fonds RÉAQ provient des rapports annuels en date du 31 décembre 2002 pour les fonds Investissement RÉA, Cote 100, Évolution RÉA, et au 30 juin 2003 pour le fonds RÉA dynamique. Les données comptables proviennent de la base de données Cancorp Financials de Micromédia, complétée par la base de données Stock Guide au 4 octobre 2003, et de la base de données Sedar. Faute de données suffisantes, nous n'avons pas inclus les émissions de la période 1988-1991, durant laquelle une seule émission initiale admissible a été effectuée par Air Canada, qui fournit un excellent exemple d'émission pour laquelle le RÉAQ a été très certainement inutile : le produit brut total a été de 246,2 millions de dollars dont 56,9 millions ont été placés au Québec et 12 millions l'ont été dans des comptes RÉAQ. Près de 44 millions de dollars ont donc été acquis par des institutionnels québécois. La proportion des titres qui a fait l'objet d'une demande de déduction est inférieure à 5% du produit brut. Toutes les autres

émissions de cette période sont des émissions subséquentes, effectuées notamment par Bombardier Inc., la Banque Nationale du Canada et Dominion Textile Inc. Nos conclusions relatives à la période 1992-2002 peuvent donc très certainement être étendues à la période 1988-1991.

### 3.2. LE RÉAQ ET LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Au cours de la période 1992 à 2002, 124 émissions ont été réalisées dans le cadre du programme, soit environ 11 émissions par année, pour un produit brut total de 3,4 milliards de dollars. Le produit brut moyen de ces émissions s'élève à 28 millions de dollars. Elles ont été réalisées par 94 entreprises différentes. Seules 50 de ces émissions sont des premiers appels publics à l'épargne (PAPE), soit 40%, et 74 sont des émissions subséquentes.

Le tableau 3 présente la distribution de ces émissions par classe de taille de l'entreprise émettrice. La taille est mesurée par l'actif total aux états financiers antérieurs à la première émission de la période 1992 à 2002<sup>27</sup>. L'actif des petites et moyennes entreprises (PME) est inférieur à 50 millions de dollars. La limite des 50 millions découle de l'observation du marché des émissions initiales. Les courtiers considèrent généralement que la limite inférieure de produit brut qui rend une émission envisageable est de l'ordre de 20 millions, ce qui situe l'actif et le chiffre d'affaires minimal à 50 millions de dollars approximativement.

#### 3.2.1. Les petites et moyennes entreprises

Les 54 PME ont réalisé 79 émissions<sup>28</sup>, pour moins de la moitié du produit brut émis (48,7%). La proportion de ces émissions placée au Québec est de 55,3% en moyenne. Les PAPE sont principalement réalisés par des entreprises dont l'actif est inférieur à 50 millions de dollars (74%). Les petites entreprises sont majoritairement non rentables, affichant un bénéfice net moyen négatif. Fin 2002, les PME ont un actif moyen de 126 millions de dollars.

Comme la moyenne des pourcentages placés au Québec peut cacher d'importantes différences, nous avons présenté, au tableau 4, l'impact vraisemblable du RÉAQ sur les coûts de financement des entreprises, en utilisant les deux critères déjà définis et accessibles, le PAPE et la proportion placée au Québec<sup>29</sup>. Pour que le programme RÉAQ joue un rôle et favorise les entreprises en augmentant le prix d'émission et le produit brut prélevé, l'émission doit être un premier appel public à l'épargne et elle doit être intégralement ou presque placée au Québec. Si l'une de ces conditions n'est pas remplie, l'avantage fiscal est transmis au particulier, et en termes de financement des entreprises, le programme est probablement sans effet sensible. Pour qualifier une émission comme étant intégralement ou presque vendue au Québec, nous retenons un taux de placement de l'émission au Québec compris entre 80% et 100%.

Au cours de la période 1992 à 2002, 14 émissions de PME sur 57 pour lesquelles le pourcentage de placement au Québec est connu ont un taux de placement au Québec supérieur à 80%. Or seules 3 émissions de PME parmi ces 14 sont également des premiers appels publics à l'épargne, soit 3,8% des émissions. Ces premiers appels publics à l'épargne ne représentent que 2,5% des montants prélevés.

Plus de 75% des PME pour lesquelles le pourcentage de placement au Québec est disponible placent, en moyenne, plus de 50% de leurs émissions à l'extérieur du Québec. Ce pourcentage de placement au Québec est particulièrement faible dans le cas des PAPE (44%). Sur cette base, l'impact du programme RÉAQ sur le financement des PME est certainement très limité. L'effet du programme sur le prix d'émission n'est potentiellement sensible que dans 3 cas sur 57, et ces cas ne représentent que 2,5% des produits bruts prélevés.

### 3.2.2. Les grandes entreprises

Les 40 entreprises de taille intermédiaire à très grande (les grandes entreprises) ont réalisé 45 émissions (13 PAPE). Ces émissions représentent 51,3% du produit brut total émis total. La proportion de ces émissions placée au Québec est en moyenne de 44,6%. 8 émissions de grandes entreprises sur 45 ont un taux de placement au Québec supérieur à 80% et une seule est également un premier appel public à l'épargne. L'actif médian des grandes entreprises s'établit à 155 millions de dollars lors de l'émission, et il atteint 362 millions de dollars fin 2002. Le produit brut moyen est de 41 millions de dollars, ce qui correspond aux émissions les plus importantes observées sur le marché canadien, où moins de 10% des PAPes lèvent plus de 50 millions de dollars (Carpentier *et al.*, 2003, tableau 3). Ces émissions ont été très largement vendues en dehors du Québec (55% en moyenne). Il est très peu probable que le RÉAQ ait eu un effet sur les conditions de ces émissions. Il est par ailleurs difficile de justifier une aide gouvernementale aux opérations financières les plus importantes à survenir au Canada.

Tableau 3 : Distribution des émissions RÉAQ par classe de taille.

Critère en M\$	# total	# PAPE	# non PAPE	%QC moyen	Total PB Millions de \$	PB moyen Millions de \$	TA moyen Millions de \$	Bnet moyen Millions de \$
TA<=20	47	19	28	60,14	843,22	18,33	10,85	-1,31
20<=TA<50	27	15	12	52,11	734,87	28,26	31,90	1,31
50<=TA<100	19	6	13	41,65	505,57	29,74	70,40	2,51
100<=TA<200	8	1	7	50,98	234,16	33,45	147,67	9,67
TA>=200	18	6	12	45,36	992,05	55,11	608,75	1,08
TA inconnue	5	3	2	31,32	64,45	12,89	-	-
	124	50	74	50,94	3374,33	28,36	125,23	0,98

Les entreprises sont qualifiées de petites entreprises si le total de leur actif aux états financiers antérieurs à la première émission de la période 1992 à 2002 est inférieur à 20 millions de dollars. Elles sont qualifiées de moyennes entreprises si cet actif total est compris entre 20 et 50 millions de dollars, d'entreprises intermédiaires dans le cas où l'actif total appartient à la fourchette 50 à 100 millions de dollars, de grandes entreprises pour un actif total compris entre 100 et 200 millions, et de très grandes entreprises pour un actif total au-delà de 200 millions de dollars. Nous ne sommes pas en mesure de déterminer la taille de 5 entreprises pour lesquelles les données comptables sont manquantes (TA inconnue). # total correspond au nombre total d'émissions. # PAPE est le nombre des premiers appels publics à l'épargne, et # non PAPE est le nombre des émissions subséquentes. Total PB est le produit brut total, en millions de dollars. PB moyen est le produit brut moyen en millions de dollars. TA moyen et Bnet moyen sont respectivement la moyenne de l'actif total et du bénéfice net moyen des entreprises aux états financiers antérieurs à la première émission de la période 1992 à 2002, en millions de dollars. %QC moyen est la moyenne du pourcentage placé au Québec. %QC moyen est calculé en utilisant les données de pourcentages placés au Québec fournies par la CVMQ<sup>30</sup>.

Sources : CVMQ, Financial Post, Cancorp financials et Sedar.

Tableau 4 : Estimation de l'impact probable du RÉAQ sur le financement des entreprises.

Volet A : Émissions des petites et moyennes entreprises						
Effet	%QC	%QC moyen	PAPE	#	Total PB Million \$	% PB
Oui	100	100	1	2	26,64	1,62
Non	100	100	0	6	38,33	2,33
Faible	80 à 100	99,57	1	1	15,00	0,91
Non	80 à 100	90,71	0	5	53,36	3,25
Non	< 80	36,70	1	25	615,49	37,48
Non	<80	48,15	0	18	416,29	25,34
ND	ND	ND	1	9	213,57	13,00
ND	ND	ND	0	13	263,87	16,07
<b>Total</b>		<b>55,30</b>		<b>79</b>	<b>1642,55</b>	<b>100,00</b>
Volet B : Émissions des grandes entreprises						
Effet	%QC	%QC moyen	PAPE	#	Total PB Million \$	% PB
Oui	100	100	1	1	30,00	1,73
Non	100	100	0	4	97,75	5,64
Faible	80 à 100	-	1	0	0,00	0,00
non	80 à 100	93,18	0	3	31,10	1,80
non	< 80	37,64	1	11	707,77	40,87
non	<80	27,21	0	20	705,30	40,73
ND	ND	ND	1	1	13,75	0,79
ND	ND	ND	0	5	146,11	8,44
<b>Total</b>		<b>44,56</b>		<b>45</b>	<b>1731,78</b>	<b>100,00</b>

Effet = oui lorsque l'impact du RÉAQ sur le financement des entreprises est probable, et non autrement. %QC est la fourchette de pourcentage de l'émission RÉAQ placée au Québec définissant chaque classe. %QC moyen est la moyenne du pourcentage effectivement placé au Québec. PAPE prend la valeur 1 lorsque l'émission est un premier appel public à l'épargne, et non autrement. # correspond au nombre d'émissions. Total PB correspond au montant total prélevé, en million \$, par toutes les émissions. % PB est le pourcentage du montant total prélevé par la classe, dans le montant total prélevé par l'ensemble des émissions. ND signifie que l'information relative au %QC est indisponible. Les entreprises sont qualifiées de petites et moyennes entreprises si le total de leur actif aux états financiers antérieurs à la première émission de la période 1992 à 2002 est inférieur à 50 millions de dollars. Elles sont qualifiées de grandes entreprises si cet actif total est supérieur à 50 millions de dollars.

Sources : CVMQ et Financial Post

### 3.3. LES FONDS RÉAQ

Nous nous intéressons en premier lieu à l'activité des quatre fonds RÉAQ qui ont été créés. Compte tenu de ce que nous avons établi plus haut, il est en effet essentiel de déterminer quelle est la part de leurs placements que l'on peut considérer comme utile, en termes économiques, c'est-à-dire ayant une influence sur les conditions de financement des entreprises. Nous nous intéressons en second lieu à leur performance boursière et à leurs coûts de fonctionnement. Nous analysons ensuite quelques éléments d'avantages et de coûts.

#### 3.3.1. Profil des placements des fonds RÉAQ

Le premier fonds RÉAQ, le fonds d'Investissement RÉA, a été créé le 20 février 1992, est géré par Natcan Investment Management Inc. (Banque Nationale). Il vise à offrir aux souscripteurs un taux de déduction d'environ 75% du coût d'acquisition des actions du fonds (prospectus du 18 février 2002). L'actif de ce fonds s'élève à 106,2 millions de dollars au 31 décembre 2002, dont 103 millions de dollars d'investissement en valeur marchande. À la même date, le total investi en titres éligibles au RÉAQ représente 84,7 millions de dollars, soit 82% du portefeuille. Les taux effectifs de déduction de chaque série annuelle du fonds Investissement RÉA sont présentés au tableau 5.

Tableau 5 : Taux effectifs de déduction de chaque série annuelle du fonds Investissement RÉA

Exercice terminé le 31 décembre	Série	Taux de déduction
2001	Série 2001	97,13%
2000	Série 2000	96,7%
1999	Série 1999	87,9%
1998	Série 1998	88,0%
1997	Série 1997	89,6%
1996	Série 1996	88,2%
1995	Série 1995	80,0%
1994	Série 1994	80,0%
1993	Série 1993	80,0%
1992	Série 1	89,7%

Source : prospectus du fonds Investissement RÉA du 18 février 2002, p.5.

Le fonds COTE 100 RÉA-Action est créé en novembre 1995 et la valeur marchande du portefeuille s'élève à 12,19 millions de dollars au 31 décembre 2002. Ce fonds «vise en premier lieu à obtenir pour ses souscripteurs la déduction fiscale RÉAQ ou le remplacement fiscal RÉAQ prévu par le ministère du revenu provincial» (prospectus 30 décembre 1998, p.11). Ce fonds investit 100% de son actif dans des titres RÉA, essentiellement par le biais de placements privés.

Le fonds Évolution RÉA a été créé le 23 décembre 1999. Au 31 décembre 2002, la valeur marchande des placements du portefeuille s'élève à 28,6 millions de dollars. Il procure aux souscripteurs de part en 2003 un taux de déduction variant de 90% à 100%<sup>31</sup>.

Le fonds RÉA dynamique, créé en décembre 1999, est évalué au 30 juin 2003 à 32,7 millions de dollars. Selon le prospectus 2002: «le fonds vise à offrir aux épargnants une déduction d'environ 85% du coût d'acquisition de leurs parts de série 2002 (...) pour ce faire, il cherche à investir une

partie importante du produit de la vente de parts de série 2002 dans des titres admissibles au RÉA.»

À la date des états financiers de chacun des fonds, nous avons établi la liste des titres en portefeuille admissibles au RÉAQ, l'actif total des sociétés et le nombre d'actions ordinaires émises. Le tableau 6 montre que les fonds RÉAQ ont investi au total 141 millions de dollars dans des titres admissibles au RÉA, ce qui représente en moyenne 80% de leur actif net. Nous avons repéré 116 placements par voie d'actions et 2 placements au moyen d'obligations convertibles. Ces 118 placements correspondent à 66 entreprises différentes. 32 de ces entreprises ont un actif net de moins de 50 millions de dollars à la date de clôture de leurs derniers états financiers, et 17 entreprises seulement ont un actif de moins de 20 millions de dollars. À l'exception du fonds RÉA Dynamique, les fonds investissent surtout dans de grandes entreprises : la valeur moyenne de l'actif total des sociétés détenues partiellement par les fonds dépasse largement 100 millions de dollars. L'actif maximal à la fin de 2002 est atteint par Cogeco Cable inc. (1,88 milliards de dollars), suivi par Alimentation Couche-Tard inc. (1,07 milliards de dollars)<sup>32</sup>. L'actif minimal est celui de l'entreprise Sonomax Hearing Healthcare Inc. (1,1 millions de dollars fin 2002, mais les bénéfices non répartis sont négatifs pour 6,3 millions de dollars).

Nous avons également calculé le pourcentage de placement cumulé des fonds dans ces 66 entreprises en additionnant leur pourcentage de détention d'actions respectif<sup>33</sup>. Les fonds RÉAQ détiennent collectivement plus de 10% du capital de 8 sociétés. Le pourcentage est maximal pour Logibec Groupe Informatique Limitée (13,8 millions d'actif), avec 41,8% des actions détenues par les 4 fonds ensemble. Il passe ensuite à près de 18% pour le Groupe santé Medisys inc. (27 millions d'actif), dans lequel 3 fonds ont investi. Les fonds détiennent une participation cumulée de moins de 5% dans 45 entreprises. Il semble donc difficile de défendre que les fonds RÉAQ ont un impact significatif sur le financement des PME québécoises, d'autant que les montants les plus élevés sont placés dans des titres pour lequel le RÉAQ est probablement sans effet significatif.

Tableau 6 : Valeur marchande (VM) de l'actif net total et de l'actif net investi en titres admissibles (TA) au RÉAQ (actions et obligations convertibles) à la date de leurs états financiers.

Fonds	Actif net, en VM en K\$	# de TA	VM des TA, en K\$	% des TA dans l'actif net en VM	Actif total moyen, en K\$	Actif total médian, en K\$	Actif total minimum, en K\$	Actif total maximum, en K\$
Investissement RÉA	103 077	50	84 668	82,14	148 075	74 194	2 106	1 883 967
Cote 100	12 187*	17	12 113	99,39	311 106	288 631	13 779	1 071 348
Évolution	28 550	30	22 442	78,61	187 968	74 194	5 029	1 071 348
RÉA Dynamique	32 728	21	22 267	68,04	117 436	24 555	1 137	1 071 348
Total	176 542	118	141 490	80,15	191 146	74 194	1 137	1 883 967

\* non compris (668) d'autres éléments d'actif net. La date des états financiers est le 31/12/2002 pour les fonds Investissement RÉA, Cote 100 et Évolution. Elle est le 30/06/2003 pour le fonds RÉA dynamique; Source : Sedar, www.sedar.com et Cancorp financials

### 3.3.2. Le comportement boursier des fonds RÉAQ

Le volet A du tableau 7 illustre le rendement boursier annuel des 4 fonds RÉAQ depuis leur origine, et met en parallèle le rendement annuel de l'indice des titres de petites capitalisations Nestbitt Burns<sup>34</sup>. Le rendement du fonds investissement RÉA est inférieur à celui de l'indice pour toute la période à l'exception de 1997 et 1998. Le fonds Cote 100 est dans la même situation, avec 3 années sur 8 (1996, 1998 et 2001) de rendements supérieurs à l'indice. Le volet A du tableau 8 montre les valeurs accumulées hors impôt d'investissements de 100 \$ dans chacun des fonds lors de la création, ainsi que la valeur accumulée et le rendement moyen de l'indice de référence au cours de la même période. Ce tableau indique des écarts moyens très important de rendement entre les divers fonds et l'indice de référence. Il indique que le programme tend à inciter les investisseurs à allouer des fonds à des investissements qui, en moyenne, sont peu rentables. Le programme ne contribue donc pas à une allocation optimale des fonds dans l'économie. Du point de vue de l'investisseur toutefois, les rendements pertinents doivent être estimés après impôt.

Le volet B du tableau 7 montre la valeur accumulée d'un investissement net de 100\$ dans chacun des fonds ainsi que dans l'indice de référence. Nous avons utilisé un taux moyen d'impôt provincial de 25% au cours de cette période. Il oscille en fait de 26,4% à 24,5%. Un investissement de 100\$ dans le fonds indicial se traduit donc par un investissement brut de 133,33% dans un fonds RÉAQ, qui procure un crédit de 33,33\$. Nous supposons que les investissements ne donnent lieu à aucune transaction et que les montants perçus en dividendes sont réinvestis sans être imposés. Les gains en capital sont incorporés à 50% lors de la liquidation des placements et sont donc imposés au taux combiné de 25%. Le volet B du tableau 8 indique que les valeurs accumulées dans les fonds sont alors du même ordre que les montants qui auraient été accumulés dans l'indice de référence. Les rendements moyens après impôt sont semblables à ceux des indices, sauf dans le cas d'un fonds dont la durée d'existence est très courte. Le crédit d'impôt compense donc pour la faible rentabilité brute des placements.

Tableau 7 : Rendement annuel des fonds RÉAQ depuis leur origine, et rendement annuel de l'indice Nestbitt Burns des titres canadiens de petite capitalisation, en pourcentage. Valeur cumulée comparée après impôt d'un placement net de 100 \$ dans l'indice Nestbitt Burns des titres canadiens de petite capitalisation et dans chacun des fonds, pour la même période de détention.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
<b>Volet A : Rendements annuels des fonds et de l'indice, avant impôt</b>												
Invest. RÉA	6,7	-12,8	12,5	10,6	43,7	6,0	1,9	5,8	1,7	-22,3	17,5	
COTE 100	-	-	-	31,3	-0,1	-9,0	-3,7	-1,4	24	-26,4	21,7	
Dynamique RÉA	-	-	-	-	-	-	-	-	13,4	-41,8	21,8	
Evolution RÉA	-	-	-	-	-	-	-	15,7	-0,6	-22,6	16,2	
Nestbitt Burns	48,3	-8,6	13,9	28,7	7,0	-18	20,3	7,3	3,4	-0,9	42,7	
<b>Volet B : Richesse accumulée, après impôt</b>												
Invest. RÉA	133	142	124	139	154	221	235	239	253	257	200	235
COTE 100				133	175	174	159	153	151	187	138	167
Dynamique RÉA									133	151	88	107
Evolution RÉA								133	154	153	118	138
Nestbitt Burns	100	132	125	136	163	170	150	170	178	182	181	233

Tableau 8 : Richesse accumulée et rendement moyen des fonds RÉAQ et de l'indice de référence, avant et après impôt. La valeur cumulée est calculée entre le début de 1993 et la fin de 2003 pour le fonds investissement RÉA, entre le début de 1996 et la fin de 2003 pour le fonds cote 100, entre le début de 2001 et la fin de 2003 pour le fonds Dynamique RÉA et entre le début de 2000 et la fin de 2003 pour le fonds Évolution RÉA.

	Valeur accumulée		Rendement annuel moyen	
	Fonds	Indice	Fonds, en %	Indice, en %
<b>Volet A : Hors impôt</b>				
Invest. RÉA	177	329	5,3	11,4
COTE 100	126	213	2,9	9,9
Dynamique RÉA	80	146	-7,0	13,5
Evolution RÉA	103	157	0,8	11,9
Nestbitt Burns	-	-		
<b>Volet B : Après impôt</b>				
Invest. RÉA	201	200	6,6	6,5
COTE 100	151	153	5,3	5,5
Dynamique RÉA	105	123	1,8	7,2
Evolution RÉA	128	128	6,5	6,3
Nestbitt Burns		-		

Sources : Nesbitt Burns, Webfin ([www.webfin.com](http://www.webfin.com)), globefund.com ([www.globefund.com](http://www.globefund.com)) et prospectus du fonds Investissement RÉA du 18 février 2002. Les rendements du fonds investissement RÉA incluent les dividendes et sont calculés après frais de gestion. Les codes de Bourse sont REAREA pour le fonds investissement RÉA, COTREA pour le fonds Cote 100, DYN797 pour le fonds dynamique RÉA et EVO860 pour le fonds évolution RÉA.

### 3.3.3. Éléments de coûts et de bénéfices

Les gestionnaires de fonds RÉAQ présentent à leurs clients l'avantage d'un investissement dans un fonds RÉAQ en insistant sur le «cadeau fiscal» que représente l'économie d'impôt. Par exemple, on peut lire : «En fait, le RÉA peut être perçu comme un 'panier' d'investissement qui doit toujours contenir trois années consécutives de cotisations. Par exemple, vous investissez 5 000 \$ en 2002, 5 000 \$ en 2003 et 5 000 \$ en 2004. Au premier janvier 2005, votre investissement de 2002 sera libéré tel que prévu par la loi. Il suffira alors de le retirer de votre panier, puis de l'y remettre pour obtenir une nouvelle déduction en 2005. Même scénario en 2006, en 2007, en 2008... Ainsi, avec un investissement global de 15 000 \$, vous obtiendrez 14 000 \$ d'économies d'impôt sur 10 ans sans parler des rendements» (Extrait de la revue Cote 100, printemps 2002<sup>35</sup>). Rappelons toutefois que la déduction est plafonnée à 10% du revenu total. Si l'on se situe dans cette limite, le rendement du placement est accru chaque année de l'économie d'impôt. Ce montant additionné au rendement du fonds, même si celui-ci est constamment inférieur à l'indice, procure effectivement à l'investisseur un rendement intéressant. Suivant cette argumentation, les montants investis dans les sociétés admissibles vont donner lieu non pas à un seul crédit d'impôt, mais à un crédit d'impôt récurrent tous les 3 ans, ce qui augmente le coût fiscal du programme par rapport à ses avantages. Nous avons donc examiné l'évolution de l'actif net en valeur marchande des fonds depuis leur création lorsque les données sont disponibles.

Le tableau 9 montre cette évolution pour chacun des fonds RÉAQ. L'actif net en valeur marchande du fonds investissement RÉA est passé de 44 millions de dollars en 1996 à 103 millions de dollars en 2002. Chaque année, le fonds émet de nouveaux titres et procède aux rachats d'autres titres. Jusqu'en 1999, le montant des nouvelles émissions est inférieur aux montants rachetés. Le fonds existe depuis fin 1992, et 1996 correspond à une année de libération des fonds pour les investisseurs. À partir de 1999, les nouvelles émissions excèdent les rachats, et un montant important de gain sur les placements est réinvesti dans le fonds. Les frais de gestion de ce fonds sont en moyenne de 2,11% sur toute la période. Les fonds Évolution et RÉA dynamique sont trop récents pour permettre une proportion importante de rachat, et les nouvelles émissions ont jusqu'à présent contribué à la croissance de ces fonds. Les frais de gestion de ces fonds s'élèvent respectivement à 2,15% pour le fonds Évolution RÉA et 2,85% pour le fonds RÉA dynamique.

La valeur marchande de l'actif net du fonds Cote 100 est constante entre 1997 et 2002. Chaque année, les nouvelles émissions équivalent aux rachats de titres, laissant l'actif net inchangé. L'absence d'augmentation de l'actif net de ce fonds conforte l'argument d'un coût fiscal important de ce programme, qui permet des déductions annuelles récurrentes pour une allocation globale de fonds constante. Les frais de gestion du fonds Cote 100 représentent 2,48% en moyenne de la valeur marchande de l'actif du fonds.

Tableau 9 : Évolution de la valeur marchande de l'actif net des 4 fonds RÉAQ.

Année	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Fonds investissement RÉA							
Actif net en VM, en K\$	103 077	114 623	91 830	68 364	62 186	59 390	43 798
Nouvelles émissions, en K\$	33 239	34 789	39 071	16 653	8 655	16 950	5 000
Rachats, en K\$	-17 529	-13 995	-18 191	-11 819	-8 880	-18 217	-26 224
Distributions réinvesties, en K\$	0	4 225	2 575	0	2 747	1 891	778
Frais de gestion, en K\$	2 836	2 504	1 741	1 309	1 323	1 064	1 057
Fonds Cote 100							
Actif net en VM, en K\$	11 519	14866	11787	11851	11 223	11 390	7 352
Nouvelles émissions, en K\$	5 759	3882	4208	4753	4 179	4 289	3 475
Rachats, en K\$	-5 371	-3686	-4126	-3705	-3 177	-316	-62
Frais de gestion, en K\$	351	331	321	312	320	263	116
Fonds Évolution RÉA							
Actif net en VM, en K\$	28 550	26 597	17 569	1005			
Nouvelles émissions, en K\$	11 785	9 831	16 827	1005			
Rachats, en K\$	-3 467	-1 516	-208	0			
Frais de gestion, en K\$	867	623	190	0			
Fonds RÉA dynamique							
Actif net en VM, en K\$	32728*	39 067	31707	10691			
Nouvelles émissions, en K\$	2 154	1 954	27601	8706			
Rachats, en K\$	-828	-794	-2754	0			
Frais de gestion, en K\$	1 162	1 277	763	233			

\* États financiers au 30 juin 2003

Source : Sedar

### 3.3.4. Conclusion

Si les fonds RÉAQ détenaient ensemble une participation importante dans de nombreuses petites entreprises, il serait possible de défendre que ces fonds contribuent au développement de petites entreprises qui éprouveraient autrement des difficultés de financement. L'analyse présentée ici montre que ce n'est pas le cas : les fonds contribuent significativement (pour plus de 10% du capital-actions) au financement de 8 entreprises seulement.

Par ailleurs, la majeure partie de l'actif des fonds est investie dans des entreprises de grande taille : le total de la valeur marchande des placements des fonds dans des entreprises admissibles dont l'actif excède 50 millions de dollars s'élève en effet à 91,5 millions de dollars. Ceci représente 65% de la valeur marchande totale des placements des fonds. Les fonds investissent collectivement 18 millions de dollars dans des entreprises dont l'actif est inférieur à 20 millions

de dollars, soit 12% de la valeur de leurs portefeuilles. En contrepartie, le coût fiscal de ce programme semble être important, en raison de l'économie d'impôt récurrente pour une même allocation de fonds. L'effet des fonds sur le financement des entreprises semble donc marginal.

#### 4. CONCLUSIONS

Nous avons défini les conditions suivant lesquelles un programme qui offre un crédit d'impôt à l'achat d'actions nouvellement émises pouvait apporter un bénéfice aux émetteurs. Ces conditions sont les suivantes : 1) l'émission est un premier appel public à l'épargne, 2) l'émission est intégralement ou presque placée au Québec et 3) l'émission est placée auprès d'investisseurs imposés (non institutionnels). Notre analyse montre qu'une très faible proportion des émissions remplit simultanément les deux premières conditions. Tel qu'il fonctionne depuis 1992, le programme a probablement un effet limité sur les prix d'émission, donc sur le coût du capital des émetteurs.

Les grandes entreprises qui utilisent ce programme ont un actif médian de 155 millions de dollars au moment de l'émission, et procèdent à des émissions dont le produit brut est en moyenne de 41 millions de dollars. De telles émissions se font, au Canada comme aux États-Unis, à des conditions tout à fait raisonnables. Les émissions de ces entreprises sont le plus souvent des émissions subséquentes, qui se vendent à des prix très proches de ceux du marché. Elles sont majoritairement vendues en dehors du Québec (55% en moyenne), à des investisseurs qui ne peuvent obtenir le crédit d'impôt. Pour que le programme soit utile, il faudrait 1) que l'émission soit impossible ou difficile sans le programme et 2) que les investisseurs hors Québec acceptent de payer, pour un titre régulièrement échangé, le cours du marché augmenté d'une prime. Il est peu probable que ces conditions soient satisfaites, si les agents sont rationnels et le marché raisonnablement efficace.

Entre 1992 et 2002, 14 émissions de petites et moyennes entreprises sur 57 ont un taux de placement au Québec supérieur à 80%. Or seules 3 de ces émissions sont également des premiers appels publics à l'épargne. Plus de 75% des petites et moyennes entreprises placent, en moyenne, plus de 50% de leurs émissions à l'extérieur du Québec. Le pourcentage de placement au Québec est particulièrement bas dans le cas des premiers appels publics à l'épargne (44%). Les premiers appels publics à l'épargne placés intégralement ou presque au Québec ne représentent que 3 des 57 émissions, pour 2,5% du produit brut prélevé. Le RÉAQ des années 1990 diffère donc totalement de celui des années 1980, lorsque les actions étaient à 90 % vendues au Québec et alors que les PAPes étaient les opérations les plus fréquentes. Les conditions d'un effet significatif du programme sur les cours ne sont donc plus réunies et un effet sur les coûts d'émission n'est vraisemblable que si les investisseurs hors Québec acceptent de payer une prime par rapport à la valeur intrinsèque des titres.

L'ensemble des preuves indirectes dont nous disposons permet de douter fortement de l'efficacité du programme. L'existence des fonds RÉAQ ne modifie pas ce constat. Ces fonds détiennent en quasi totalité des titres à capitalisation moyenne et forte, sur lesquels l'effet du crédit d'impôt est peu vraisemblable. Leurs frais de gestion sont très élevés et le coût fiscal est considérable par rapport aux objectifs atteints. En effet, le contribuable récupère en crédits d'impôt un montant du même ordre que son investissement dans un fonds RÉAQ, au bout de 10 années, sans augmentation du placement dans les sociétés admissibles, en raison des possibilités

de roulement qui sont mises de l'avant par les fonds eux-mêmes. Le coût fiscal de ce volet du programme, par rapport aux effets sur le financement des petites sociétés, semble être élevé.

Ces résultats sont importants en termes de politique publique. Pour satisfaire aux conditions d'efficacité, le programme devrait retrouver des paramètres semblables à ceux qui prévalaient dans les années 80. Les déductions seraient accordées principalement pour les émissions initiales de sociétés de petite taille, dont la vente se fait essentiellement au Québec. Dans un tel cas, le programme semble éliminer la sous-évaluation initiale des prix des titres, ce qui est conforme aux prévisions des modèles et favorable aux émetteurs. Toutefois, il semble établi que les acquéreurs de ces actions subissent en moyenne des rendements fortement négatifs. Le financement se fait dès lors au détriment des actionnaires, qui doivent consentir une perte en termes de rendement que ne compense pas l'avantage acquis fiscalement. Sous sa forme actuelle cependant, l'acquisition des actions de grandes sociétés largement vendues à des investisseurs non admissibles au programme permet de douter de l'efficacité du mécanisme pour la capitalisation des entreprises en croissance, objectif initial du Régime.

Plusieurs questions devront faire l'objet d'études complémentaires afin de déterminer si, et dans quelle mesure, le programme a un effet sur les coûts de financement. En premier lieu, le cas des émissions initiales vendues hors Québec devrait faire l'objet d'une étude approfondie, qui prendrait en compte la proportion des actions effectivement vendues à des investisseurs non admissibles. L'étude d'effet du RÉAQ sur les prix d'émission devrait se faire par rapport aux émissions d'autres provinces. Les émissions québécoises qui ne participent pas au programme présentent des caractéristiques très particulières et incorporent un grand nombre de sociétés de capital de démarrage dont la sous-évaluation initiale est considérable. Elles ne peuvent donc pas servir de référence. L'étude devrait tenir compte de l'évolution importante qu'a subi le programme au fil des années. En second lieu, l'analyse des effets du RÉAQ sur les prix des émissions subséquentes devrait également être entreprise. Enfin, l'étude des effets directs du RÉAQ s'est limitée, jusqu'à maintenant, aux sous-évaluations initiales. Les frais directs, largement associés au courtage, devraient également être réduits puisque l'existence du programme agit vraisemblablement sur la demande, donc sur la facilité avec laquelle les courtiers pourront disposer des titres. Il est possible qu'un effet important du programme se situe à ce niveau.

## Bibliographie

Jean Bédard, Daniel Coulombe et Suzanne Paquette, “Tax incentives on Equity and Firms’ Cost of Capital: Evidence from the Québec Stock Savings Plan”, (2004), conference paper, <http://arts.uwaterloo.ca/ACCT/tax-conference/paquette.pdf>

Laura Bottazzi and Marco Da Rin, “Europe’s ‘New’ Stock Markets”, (2002), July, no. 218, Working Paper Series, <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=3521>

Cécile Carpentier, Jean François L’Her et Jean-Marc Suret, “Le placement privé dans les sociétés ouvertes : dimensions économiques, réglementaires et financières”, (2004), Septembre, Cahier scientifique CIRANO, 2004s-46, <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2004s-46.pdf>

Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, “Les sociétés de capital de démarrage, bilan et analyse : 1995-2001”, (2003), Septembre, rapport de recherche Université Laval – CVMQ.

Cécile Carpentier, Maher Kooli et Jean-Marc Suret, “Les émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions”, (2003), Avril, rapport sur le financement des PME au Canada, <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwGeneratedInterF/rd00530f.html>.

Claude Désy, “Programme de financement pour la PME”, (2003), *CaMagazine.com*, Octobre. [http://www.camagazine.com/index.cfm/ci\\_id/17305/la\\_id/2.htm](http://www.camagazine.com/index.cfm/ci_id/17305/la_id/2.htm)

Duanjie Chen and Jack M. Mintz, “Taxing investments: on the right track but at a snail’s pace”, (2003), June, Backgrounder, C.D. Howe Institute.

Cressy, Robert, “Funding Gaps: A symposium” (2002), *The Economic Journal*, vol. 112, 1-6.

Merle M. Erickson and Edward L. Maydew, “Implicit Taxes in High Dividend Yield Stocks”, (1998), vol. 73, no. 4, *The Accounting Review*, 435-458.

Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “New Lists: Fundamentals, Survival Rates and Returns”, (2004), vol. 73, no 2, *Journal of Financial Economics*, 229-169.

George W. Fenn, Nellie Liang, and Stephen Prowse, “The Economics of Private Equity Market”, (1996), January, *Federal Reserve Bulletin*, Federal Reserve System, Washington D.C.

Industry Canada. “Canadian Venture Capital Activity: An Analysis of Trends and Gaps 1996-2002”, (2002), Industry Canada, 292 p.

Vijay Jog et Liping Wang, “Aftermarket Volatility and Underpricing of Canadian Initial Public Offerings”, (2002), vol. 19, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 231-248.

Vijay Jog, “The Climate for Canadian Initial Public Offerings”, dans *Financing Growth in Canada*, P. Halpern ed., (Calgary, University of Calgary Press, 1997), 357-401.

Vijay Jog et Allan Riding, “Underpricing in Canadian IPOs”, (1987), *Financial Analysts Journal*, vol. 43, 48-54.

Maher Kooli and Jean-Marc Suret, “How cost-effective are Canadian IPO markets”, (2003), vol. 16, no. 4, *Canadian Investment Review*, 20-28.

Denis Lacroix, “Les régimes d'épargne-actions : nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest - première partie”, (1987a), vol. 35, no. 1, *Canadian Tax Journal*, 50-87.

Denis Lacroix, “Les régimes d'épargne-actions : nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest - deuxième partie”, (1987b), vol. 35, no. 2, *Canadian Tax Journal*, 314-349.

Gilles N. Larin, Marie-Claude Coulombe, Stéphane Grégoire and Lucie Quesnel, “A guide to Quebec Corporate Tax Incentives”, (2001), vol. 49, no. 3, *Canadian Tax Journal*, 595-635.

Lerner Josh, “When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective Public Venture Capital Programmes”, (2002), *Economic Journal*, 112, 477, 73-84.

Martin Martin, “Le Régime d'épargne-actions du Québec : un programme en difficulté”, (1988), *Document de travail du service des études*, Commission des valeurs mobilières du Québec, Montréal, 18 p.

Simina Mola et Tim Loughram, “Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices”, (2004), *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 1-23.

Ducan Osborne and Daniel Sandler, “A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations”, (1998), vol. 46, no. 3, *Canadian Tax Journal*, 499-574.

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydew and Terry Shelvin, *Taxes and Business Strategy, A Planning Approach*, 2d ed. (Upper Saddle River, Prentice Hall, 2002).

Jean-Marc Suret, Élise Cormier et Bruno Lemay, “La sous-évaluation initiale du prix des actions canadiennes”, (1990), vol. 7, no. 3, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 47-56.

Jean-Marc Suret, “Un bilan des initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises”, (1993), Juin, *l'Actualité Économique*, 17-40.

Jean-Marc Suret et Élise Cormier, “Le régime d'épargne-actions du Québec: vue d'ensemble et évaluation”, dans *Le financement de la croissance au Canada*, P. Halpern éd. (Calgary, University of Calgary Press, 1997), 585-634.

François Vaillancourt, “Les fonds de capital de risque de travailleurs au Canada – Aspects institutionnels, dépenses fiscales et création d'emploi”, dans *Le financement de la croissance au Canada*, P. Halpern éd. (Calgary, University of Calgary Press, 1997), 635-755.

Annexe 1 Tableau A-1 Principales modifications apportées aux paramètres du régime d'épargne-action du Québec, entre 1983 et 2002.

Les tailles d'actif et d'avoir sont exprimées en millions de \$ (M\$).

	1979-1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002					
<b>Grandes entreprises</b>																										
Limites de taille (actif, en M\$)	> 1000				> 250				1000 à 2500				s.o.													
Déduction																										
Actions ordinaires, en %	100	100	75	50	50	50	50	50	50	50	50	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
Actions subalternes, en %	s.o.	s.o.	75	50	50	50	50	50	50	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
<b>Entreprises de taille intermédiaire</b>																										
Limites de taille (actif, en M \$)	25 à 1000				25 à 250				50 à 250				250 à 1000				s.o.									
Déduction																										
Actions ordinaires, en %	100	100	100	100	75	75	75	75	75	75	75	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
Actions subalternes, en %	s.o.	s.o.	75	75	50	50	50	50	50	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
Titres convertibles, en %	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	25	25	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
<b>Entreprises en développement</b>																										
Limites de taille (actif, en M\$)	2 à 25				2 à 50				2 à 250				sociétés en croissance													
Limites de taille (avoir, en M\$)	0,75 à 1				0,75 à 1				s.o.				< 350													
Déduction																										
Actions ordinaires, en %	100	150	150	150	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100					
Actions subalternes, en %	s.o.	s.o.	100	100	75	75/50*	75/50*	75/50	75/50	75/50	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
titres convertibles, en %	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50					
<b>Autres entreprises</b>																										
déduction, en %	100	100	100	100	75	75	75	75	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.					
<b>Sociétés à capital de risque à vocation régionale</b>																										
Déduction																										
Actions ordinaires, en %	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150					
titres convertibles, en %	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	75	75	75	75	75	75					
<b>Fonds d'investissement RÉAQ</b>																										
Déduction, en %	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	s.o.	var**	var	var	var	var	var	var	var	var	var	var	var	var	var	var					

\* 75/50 : 75% de déduction dans le cas d'actions subalternes comportant plus de 1/10 du vote d'une action ordinaire, 50% sinon

\*\* var : déduction variable en fonction du pourcentage de l'émission effectivement investi en titres admissibles

À partir de 1989, les titres des entreprises en développement et des entreprises de taille intermédiaire acquis par conversion sont déductibles au taux indiqué

Sources : Suret et Cormier (1997, tableau A-1, p.627) et discours sur le budget et renseignements supplémentaires, Gouvernement du Québec, Budgets annuels de 1991-1992 à 2002-2003

## NOTES

---

<sup>1</sup> Les mesures structurantes pour l'économie comprennent notamment les déductions relatives au régime d'épargne-actions et aux sociétés de placement dans l'entreprise québécoise, ainsi que les crédits d'impôts pour contribution à un fonds de travailleurs, et pour l'acquisition des actions de Capital régional et coopératif Desjardins (Gouvernement du Québec, Dépenses fiscales, édition 2003, budget 2003-2004, p. 38). Certaines de ces mesures sont cependant en réexamen actuellement.

<sup>2</sup> Notamment en Alberta et en Saskatchewan. Voir Lacroix (1987b) pour une synthèse des règles relatives à ces programmes.

<sup>3</sup> Ces montants ne comprennent pas les dépenses fiscales du gouvernement fédéral. Les crédits d'impôts remboursables destinés à encourager l'innovation comprennent les diverses mesures relatives aux dépenses de recherche et développement, ainsi que les programmes reliés à la nouvelle économie, tels le CDTI, la cité du multimédia, la cité du commerce électronique et la cité de l'optique (Gouvernement du Québec, Dépenses fiscales, édition 2003, budget 2003-2004, p. 38 et p. 48).

<sup>4</sup> Disponibles en ligne à : [http://www.cvmq.com/fr/publi/etude\\_rapport\\_pdf/sondage\\_frFINAL.pdf](http://www.cvmq.com/fr/publi/etude_rapport_pdf/sondage_frFINAL.pdf)

<sup>5</sup> Levesque, G.D., Discours sur le budget et renseignements supplémentaires, prononcé le 2 mai 1991 à l'Assemblée nationale, Gouvernement du Québec, annexe A, p.17.

<sup>6</sup> Une société qui détient une attestation valide du ministre de l'industrie et du commerce à titre de société de capital de risque à vocation régionale (SCRVR) et qui fait une émission est admissible si, à la date du visa du prospectus ou de la dispense de visa: 1) Elle est une société canadienne; 2) Elle a un actif inférieur à 350 millions de dollars; 3) Sa direction générale s'exerce au Québec ou plus de 50 % des salaires ont été versés à des employés d'établissements québécois au cours de la dernière année d'imposition terminée; 4) La presque totalité de son activité consiste à investir des fonds dans une «entreprise conjointe d'investissement régional» qui détient une attestation valide du ministre de l'Industrie et du commerce, et qui répond à plusieurs critères spécifiques.

<sup>7</sup> Les autres mesures sont les suivantes : Le montant maximal déductible de 5 500 \$ est aboli et la seule limite correspond alors à 10% du revenu total et les investisseurs obtiennent le droit d'acheter sur le marché secondaire des titres des sociétés en voie de développement à des fins de couverture (1988). Les fonds RÉAQ disposent de 12 mois supplémentaires pour placer le montant de l'émission s'ils placent la moitié au mois du produit de leurs émissions dans des sociétés en voie de développement (1990). La limite de déduction est supprimée pour les entreprises de taille intermédiaire, elle est augmentée à 2 500 \$ pour les grandes entreprises et les titres convertibles en titres admissibles au RÉAQ deviennent eux même admissibles (1991).

<sup>8</sup> Levesque, G.D., Discours sur le budget et renseignements supplémentaires, prononcé le 20 mai 1993 à l'Assemblée nationale, Gouvernement du Québec, annexe A, p.7.

<sup>9</sup> Projet de loi no 3, 1999, chapitre 1983 (136), principe adopté le 12 mai 1999.

<sup>10</sup> La liste des actions admissibles des sociétés en croissance pouvant être acquises par un particulier sur le marché secondaire, aux fins de la couverture requise par le régime, est publiée hebdomadairement par la CVMQ. L'achat de ces titres ne donne pas droit à déduction, mais elle permet au particulier d'éviter de perdre la déduction s'il revend un titre admissible avant la fin des deux années requises.

<sup>11</sup> Une débenture ou une action privilégiée non garantie satisfaisant à plusieurs conditions et acquises en contrepartie d'une somme d'argent. Une action ordinaire acquise suite à l'exercice sur droit de conversion donne également droit à une déduction de 50% de la valeur de conversion annoncée dans le prospectus.

<sup>12</sup> Selon l'article 965.10 de la loi sur les impôts, une société qui fait une émission publique d'actions, une émission de valeurs convertibles ou une émission de titres convertibles est une société admissible (non en croissance) si, à la date du visa du prospectus définitif ou la dispense de prospectus octroyé par la CVMQ : 1) la société est canadienne; 2) son actif est inférieur à 350 millions de dollars (cette limite a été portée de 300 millions de dollars à 350 millions de dollars pour les émissions dont le visa du prospectus définitif, ou de la dispense, a été accordé après le 9 mars 1999; 3) la direction générale s'exerce au Québec ou plus de 50 % des salaires ont été versés à des employés d'établissements québécois au cours de la dernière année d'imposition terminée; 4) la valeur des biens indiquée aux états financiers soumis aux actionnaires lors de la dernière année d'imposition terminée, ne comporte pas plus de 50 % d'actions, de parts, de billets, de débentures, d'obligations ou autres titres de créance, de certificats de placement garantis, d'unités d'une fiducie de fonds mutuels, de droits de souscription, etc. 5) pendant les 12 mois précédents, l'entreprise a eu au moins 5 salariés à temps plein qui n'étaient pas des initiés. Cette limite est portée à 6 mois si elle a déjà procédé à une émission publique d'actions admissibles au RÉAQ et qu'une catégorie d'action est

---

inscrite, à la date du visa, à la cote d'une Bourse canadienne. Cette limite ne s'applique cependant pas lorsqu'une catégorie du capital-actions de la société a été inscrite à la cote d'une bourse canadienne pendant les 12 mois précédant la date du visa, pour les émissions publiques dont le visa a été accordé après le 6 novembre 1998.

Pour être qualifiée de société RÉAQ en croissance, les conditions suivantes doivent être réunies à la date du visa par une société admissible (articles 965.17.2) : 1) son siège social ou son principal lieu d'affaires est au Québec; 2) exploiter une entreprise admissible, à titre d'activité principale (entreprise active); 3) respecter la règle des 5 salariés telle que définie ci-dessus; 4) son actif excède 2 millions et est inférieur à 350 millions de dollars.

<sup>13</sup> Les frais de gestion d'un RÉAQ et les frais d'emprunt payés ou payables par le contribuable pour l'achat des actions constituent des frais financiers déductibles annuellement.

<sup>14</sup> Lorsque le particulier retire une action de son RÉAQ avant deux ans, il inclut dans son revenu de l'année le montant du retrait.

<sup>15</sup> Les notes 10 et 14 présentent respectivement les caractéristiques des sociétés admissibles et des sociétés à capital de risque à vocation régionale. Par ailleurs, un groupe d'investissement peut également être admissible au régime d'épargne-actions (articles 965.6.1 à 965.6.7). Il s'agit alors d'un groupe enregistré, créé par des particuliers et formé exclusivement pour l'acquisition d'actions admissibles au RÉAQ. Ce groupe acquiert des actions admissibles et transfère la déduction aux détenteurs de la participation dans le groupe.

<sup>16</sup> Selon l'article 965.7 de la loi sur les impôts, une action est admissible à un régime d'épargne-actions si : 1) il s'agit d'une action ordinaire, donnant droit de vote; ce droit de vote n'est pas inférieur en nombre à celui de toute autre action du capital-actions de la société émettrice; 2) elle n'est pas rachetable; 3) elle est émise par une société admissible qui stipule dans le prospectus que cette action peut faire l'objet d'un régime d'épargne-actions et donne droit à l'avantage prévu à cet effet. Lorsque le placement s'effectue en vertu d'un visa de la CVMQ, la société admissible a obtenu avant l'obtention de ce visa, une décision anticipée favorable du ministère du revenu (cette disposition ne s'applique pas dans le cas où le placement s'effectue par voie de prospectus simplifié); 4) elle est acquise par un particulier, un fonds d'investissement ou un groupe d'investissement qui est le premier acquéreur (différent d'un courtier); 5) elle est entièrement souscrite et payée en espèce; 6) elle ne peut donner droit à un dividende si le paiement de celui-ci est garanti par un tiers; 7) Elle est inscrite à la cote d'une Bourse canadienne dans les 60 jours de l'émission publique (article 965.24.1).

Est également admissible à un régime d'épargne-actions (article 965.9.8.1): 1) un titre convertible émis dans le cadre d'une émission de titres convertibles; 2) émis par une société en croissance qui stipule dans le prospectus que cette action peut faire l'objet d'un régime d'épargne-actions et donne droit à l'avantage prévu à cet effet. 3) ayant fait l'objet d'une décision anticipée du ministère du Revenu relativement au respect des objectifs du titre; 4) acquis à prix d'argent par un particulier, un groupe d'investissement ou un fonds d'investissement qui en est le premier acquéreur (autre qu'un courtier); 5) souscrit et payé; 6) convertible en une action ordinaire à droit de vote qui répond aux exigences ci-dessus définies; 7) qui appartient à une catégorie distincte, relativement à l'émission de titres convertibles; 8) de plus, ce titre convertible doit pouvoir être converti en une action : ordinaire à droit de vote respectant les conditions décrites ci-dessus, ne pouvant être rachetée, inscrite à la cote d'une Bourse canadienne.

<sup>17</sup> Cette disposition ne s'applique cependant pas lorsque le placement s'effectue au moyen d'un prospectus simplifié.

<sup>18</sup> L'interprétation des dispositions relatives au RÉAQ dans la Loi sur les impôts est complexe. Il est difficile de définir une société en croissance. Les sociétés en développement, qui ne sont plus pertinentes pour le RÉAQ, sont toujours définies dans la Loi, aux fins de vérifications.

<sup>19</sup> Selon l'article 965.9.8 de la loi sur les impôts, est admissible à un RÉAQ : 1) un titre émis par un fonds d'investissement; 2) dont le prospectus définitif (ou la demande de dispense de prospectus) stipule que ce titre peut faire l'objet d'un régime d'épargne-actions et donne droit à l'avantage prévu à son égard; 3) dont le prospectus stipule que le fonds s'engage à respecter les exigences prévues à l'article 965.6.23 lorsqu'il s'agit d'une première émission publique de titres; 4) qui est acquis à prix d'argent par un particulier qui en est le premier acquéreur (autre qu'un courtier); 5) qui a fait l'objet, avant l'obtention du visa du prospectus définitif ou de la dispense de prospectus d'une décision anticipée favorable du ministère du Revenu; 6) dont le certificat l'attestant est conservé par le fonds ou remis directement au courtier par l'émetteur.

L'article 965.6.23 de la Loi sur les impôts du Québec exige un engagement du fonds, dans le prospectus définitif ou la demande de dispense de prospectus, à l'effet de respecter les règles suivantes : 1) acquérir, au plus tard le 31 décembre de chaque année, avec le produit de l'émission publique de titres, des titres admissibles au RÉAQ pour l'année courante, dont le coût rajusté sera au moins égal au coût rajusté de l'ensemble des parts incluses dans un RÉAQ pour des particuliers depuis leur acquisition jusqu'au 31 décembre de l'année courante, et 2) être propriétaire, le 31 décembre de l'année et de chacune des deux années subséquentes, de titres admissibles au RÉAQ

---

ou d'actions valides, dont le coût rajusté sera au moins égal au coût rajusté de l'ensemble des parts souscrites par des particuliers et incluses dans un RÉAQ et qui n'auront pas été rachetées par le fonds le 31 décembre de l'année courante et des deux années subséquentes.

Un fonds RÉA peut également s'engager à placer un montant égal à au moins 50% du produit de l'émission de ses titres dans des actions de sociétés RÉAQ en croissance et profiter d'un délai additionnel de 12 mois pour réaliser son engagement, soit jusqu'au 31 décembre de l'année suivant celle de l'émission des titres du fonds RÉA. Cette possibilité est limitée à la première émission publique d'une série de titres et un avis écrit doit être envoyé au ministre et à la CVMQ au plus tard le 31 décembre de l'année de l'obtention du visa (article 965.6.23.1).

<sup>20</sup> Ainsi par exemple, le fonds RÉA Dynamique a «obtenu le 20 février 2002 du ministère du revenu une décision anticipée selon laquelle les parts de série 2002 émises en 2002 après la date à laquelle le présent prospectus simplifié est visé sont admissibles à un RÉAQ et confèrent les avantages prévus au titre VI.1 du livre VII de la partie 1 de la loi sur les impôts (Québec)» (prospectus simplifié du 28 février 2002, p.9).

<sup>21</sup> Les dividendes ont été relevés pour la période 1979 à 1982 et ont été rapportés au montant des émissions placées au Québec pour la période correspondante.

<sup>22</sup> Voir à ce sujet Mooney, B. «Le RÉA se meurt et c'est tant mieux», Journal Les Affaires, 12 mai 2003. [http://www.lesaffaires.com/fr/aujourd'hui/detail.asp?id=134829&id\\_section=472&Recherche=1](http://www.lesaffaires.com/fr/aujourd'hui/detail.asp?id=134829&id_section=472&Recherche=1)

<sup>23</sup> Les statistiques fiscales récentes agrègent les diverses déductions et ne permettent plus de déterminer quelle catégorie de contribuables les utilisent davantage. Les statistiques des années 1980 (Martin, 1988) indiquaient que 66% des contribuables dont le revenu total était de 100 000\$ et plus utilisaient le programme, contre 36% dans la tranche de revenu de 50 à 100 000\$. Les contribuables de ces deux catégories, imposés au taux supérieurs, assumaient les deux tiers de la contribution au régime.

<sup>24</sup> On considère ici que la valeur actualisée de l'impôt qui sera payé sur le gain en capital est négligeable, en raison de l'actualisation. C'est la raison pour laquelle, comme Bédard *et al.* (2004), nous ne tenons pas compte de l'impôt sur le gain en capital.

<sup>25</sup> disponibles à : <http://www.cvmq.ca/fr/publi/etudes.asp>

<sup>26</sup> [http://financiapost.infomart.ca/fpni/ni\\_form.php](http://financiapost.infomart.ca/fpni/ni_form.php)

<sup>27</sup> L'actif total lors de la première émission est celui des derniers états financiers clos avant la première émission, ou, si il est indisponible, celui des premiers états financiers disponibles de la période 1991 à 2002 pour l'entreprise. C'est la raison pour laquelle l'actif total lors de la première émission de la période peut dépasser les limites fixées par le programme.

<sup>28</sup> Nous avons inclus dans la catégorie des PME les 4 entreprises de taille indéterminée (5 émissions).

<sup>29</sup> Nous ne sommes pas en mesure de déterminer qui achète les émissions RÉAQ, c'est la raison pour laquelle le critère concernant les investisseurs institutionnels ne sera pas traité dans le présent document.

<sup>30</sup> La CVMQ retient le produit brut, inscrit dans le prospectus, pour calculer ce pourcentage. Or il est possible que le produit réellement levé soit différent du produit brut. Pour déterminer l'effet de cette situation sur le pourcentage placé au Québec, nous avons comparé les produits effectivement levés d'après les rapports annuels des compagnies émettrices aux produits bruts. Il apparaît que les montants effectivement levés sont inférieurs pour 21 émissions (17%) seulement. Les montants levés sont supérieurs ou égaux au produit brut respectivement dans 24 et 47 cas (57%). Il n'a pas été possible de déterminer le montant effectivement levé dans 32 cas (26%). Ceci signifie que, calculés en fonction des produits effectivement levés, les pourcentages placés au Québec seraient vraisemblablement encore plus faibles que ceux présentés ici. Nous ne sommes cependant pas en mesure de refaire l'ensemble des calculs sur la base du produit effectivement levé (les états financiers antérieurs à 1997 n'étant pas disponibles sur Sedar).

<sup>31</sup> [http://www.lesfondsevolution.com/section\\_publication\\_-\\_nouvelles](http://www.lesfondsevolution.com/section_publication_-_nouvelles)

<sup>32</sup> Ces titres ne sont donc plus admissibles actuellement au RÉA. Nous les avons cependant inclus dans la liste des titres admissibles dans la mesure où le fonds Investissement RÉA présentent Cogeco Cable inc. comme faisant partie des titres admissibles, et parce que ces titres ont fait partie de cette catégorie.

<sup>33</sup> Chacun des fonds rapporte dans ses états financiers le nombre d'actions qu'il détient dans chaque entreprise. Nous avons divisé le nombre d'actions détenu par chaque fonds dans chaque entreprise, puis additionné les pourcentages de participation de chacun des fonds dans la même entreprise.

<sup>34</sup> Cet indice est utilisé comme base de référence notamment par le fonds Investissement RÉA dans son prospectus d'émission daté du 28 février 2002.

<sup>35</sup> [http://www.cote100.com/fr/coininvestisseur/revue/documents/revue\\_printemps2002.pdf](http://www.cote100.com/fr/coininvestisseur/revue/documents/revue_printemps2002.pdf)