LA STRUCTURATION DE FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT IMMOBILIER AU CANADA

Publié le 9 septembre, 2022

Catégories: Perspectives, Publications

Les gestionnaires de capitaux et les promoteurs immobiliers qui envisagent de créer un fonds de capital-investissement immobilier au Canada doivent prendre en considération divers aspects liés à la structuration d'un tel fonds. Le présent bulletin présente certains des principaux à connaître.

Structure et principaux aspects à prendre en considération

Au Canada, les fonds de capital-investissement immobilier sont généralement structurés comme des sociétés en commandite. Les particuliers et les entités qui investissent dans ces fonds (les « **commanditaires** ») achètent des parts de la société en commandite, qui représentent leur participation indirecte respective dans les actifs sous-jacents. Les fonds de capital-investissement immobilier sont généralement des fonds à capital fixe. Des capitaux sont levés grâce à un ou plusieurs tours de financement réalisés au début du cycle de vie du fonds, et les commanditaires ont peu d'occasions de racheter des parts (s'ils en ont) au cours de la durée du fonds, laquelle est fixe et, selon la nature des actifs sous-jacents, généralement comprise entre cinq et douze ans. Dans certains cas, la durée d'un fonds peut être prolongée, généralement par tranche de un ou deux ans, pour éviter une liquidation forcée si la demande que suscitent les actifs est insuffisante. Un fonds de capital-investissement immobilier peut aussi être un fonds à capital variable. Dans ce cas, des capitaux sont mobilisés tout au long de la durée de vie du fonds, et les commanditaires ont des occasions de racheter leurs parts, sous réserve de certaines restrictions. Dans le domaine de l'immobilier, les fonds à capital fixe sont plus courants que les fonds à capital variable (dans la pratique, vu la nature illiquide de beaucoup d'investissements immobiliers, la possibilité de rachat associée aux fonds à capital variable a moins d'attrait pour les gestionnaires et, dans certaines provinces, les droits de cession immobilière créent un obstacle additionnel au recours à cette structure [nous expliquerons chaque cas plus loin]). Les modalités de la société en commandite sont établies dans une convention de société en commandite.

Une société par actions, dont les actions sont généralement contrôlées par les dirigeants qui créent le fonds, est désignée comme commandité du fonds (le « **commandité** ») et est responsable de sa gestion quotidienne. S'il y a plusieurs dirigeants, les actions du commandité sont souvent assujetties à une convention unanime des actionnaires qui établit les droits des dirigeants relativement au commandité (droit de nomination

d'administrateurs, pouvoir décisionnel, intérêt économique, mécanisme encadrant la sortie du projet).

Souvent, le commandité délègue la majorité ou du moins une partie de ses responsabilités de gestion à l'égard du fonds à une entité affiliée préexistante ou nouvellement formée (le « **gestionnaire** »). La relation entre le commandité et le fonds, d'une part, et entre le commandité et le gestionnaire, d'autre part, est habituellement encadrée par une convention de gestion qui établit les services que le gestionnaire fournit au fonds et les honoraires qu'il reçoit.

Le fonds détient habituellement des actifs immobiliers (immeubles d'habitation, de bureaux et industriels, établissements hôteliers, commerces de détail, établissements de soins de santé et autres) soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs sociétés en commandite affiliées (une par élément d'actif). Les sociétés affiliées facilitent les démarches pour les investisseurs (souvent institutionnels) qui souhaitent investir uniquement dans un actif précis du fonds et qui veulent compartimenter la responsabilité à l'égard de chaque actif sous-jacent.

Les fonds suivent généralement des critères d'investissement établis à leur création, qui définissent les types d'actifs dans lesquels ils peuvent investir et les règles connexes.

Dans certains cas, le fonds crée un comité consultatif nommé par le commandité et dont les membres n'ont idéalement pas de lien de dépendance avec le fonds et ses dirigeants. Contrairement au commandité ou au gestionnaire, qui sont responsables de la gestion quotidienne du fonds, ce comité a, comme son nom l'indique, un rôle purement consultatif. Souvent, les grands investisseurs du fonds ont le droit de nommer des membres du comité consultatif. Ce comité remplit diverses fonctions : il exerce une surveillance générale, gère les conflits d'intérêts, collabore avec les vérificateurs du fonds, veille au respect des objectifs ou des critères du fonds et autorise d'éventuelles dérogations à ces derniers.

Structure du capital

La capitalisation des fonds de capital-investissement immobilier passe, au-delà des traditionnels prêts hypothécaires de banques ou de prêteurs privés, par la souscription de parts par les commanditaires ainsi que des appels de capital auprès des commanditaires, obligatoires ou volontaires, suivant certaines structures (décrites ci-dessous). Dans certains cas, les dirigeants co-investissent comme commanditaires, apportant leurs propres capitaux au fonds pour bien montrer qu'ils partagent les objectifs des investisseurs.

Les parts des fonds ne sont généralement pas des « placements admissibles » aux régimes enregistrés, comme les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) et les comptes d'épargne libres d'impôt (CELI), en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu* du Canada (la « **LIR** »). En conséquence, les fonds regroupent en général un nombre relativement petit d'investisseurs, souvent des institutions et des particuliers à valeur nette élevée

pour qui il n'est pas nécessaire qu'un placement soit admissible à ces régimes. Les parts de fiducies de placement immobilier (les « **FPI** »), par contre, sont généralement des placements admissibles, pourvu que la fiducie compte au moins 150 porteurs de parts et soit considérée comme une « fiducie de fonds commun de placement » au sens de la LIR. C'est pourquoi les FPI comptent souvent davantage de petits investisseurs que les fonds. Consultez notre bulletin Considérations pratiques pour la structuration d'une FPI fermée pour en savoir plus.

Les commanditaires capitalisent habituellement le fonds à sa création, c'est-à-dire lorsque des parts du fonds leur sont émises; ils peuvent aussi investir au rythme des appels de capitaux que lance le fonds selon ses besoins, jusqu'à concurrence de leur engagement global. Une structure fondée sur des appels de capitaux permet au fonds de déployer des capitaux seulement quand il en a besoin et lui évite de maintenir d'importants soldes de trésorerie.

Vu la nature illiquide de l'immobilier et le peu de trésorerie disponible, surtout au début, les fonds limitent généralement la capacité des commanditaires de racheter des parts (voire leur interdisent de le faire) avant la liquidation. Les fonds à capital variable peuvent permettre les rachats de parts, sous réserve de certaines restrictions, par exemple des périodes d'interdiction des rachats, le plafonnement de la valeur globale des parts qui peuvent être rachetées au cours d'une période donnée (habituellement un trimestre ou une année) et l'application de pénalités financières au moment du rachat. De plus, le commandité se réserve généralement le droit de suspendre les rachats ou d'obliger un commanditaire à racheter ses parts si surviennent certains événements précisés dans la convention de société en commandite.

Pour éviter que le fonds ne soit imposé comme une « société de personnes intermédiaire de placement déterminée » en vertu de la LIR, ce qui pourrait avoir de lourdes conséquences fiscales pour le fonds et les commanditaires, la convention contient souvent des restrictions importantes quant au transfert des parts du fonds et interdit généralement leur inscription à la cote d'une bourse ou leur négociation sur un autre type de marché public.

Les rendements pour les investisseurs et l'intéressement aux plus-values (*carry*)

Le mécanisme des « distributions en cascade », l'un des aspects les plus fondamentaux de la structure des fonds, détermine le mode de récupération des apports et d'attribution des bénéfices. En général, les commanditaires d'un fonds à capital fixe réalisent un rendement sur le capital investi seulement une fois que les actifs sous-jacents génèrent des flux de trésorerie positifs ou si survient un événement lié à la liquidité, le plus souvent la cession des actifs du fonds.

Les parties ont une grande latitude pour déterminer la structure des distributions en cascade dans la convention de société en commandite. Le plus souvent, les distributions sont d'abord versées uniquement aux

commanditaires, jusqu'à ce qu'ils aient récupéré leur apport en capital initial. Le fonds peut décider qu'aucune distribution ne sera versée aux commanditaires avant l'écoulement d'une période donnée, pour préserver le capital du fonds le temps que les actifs se stabilisent. En deuxième lieu, les commanditaires reçoivent un « rendement prioritaire » (qui correspond au taux de rendement minimal de l'investissement), calculé annuellement, sur leur apport en capital. En troisième lieu, pourvu que le fonds ait atteint le taux de rendement minimal fixé, le commandité (ou une société affiliée des dirigeants du fonds) a droit à une distribution fondée sur le rendement du fonds, communément appelée l'intéressement aux plus-values (*carry*). En quatrième et dernier lieu, les bénéfices restants sont partagés entre le commandité (ou une société affiliée des dirigeants du fonds) et les commanditaires, selon un ratio défini dans la convention. Souvent, la convention prévoit des dispositions de récupération visant à garantir que les distributions totales versées au commandité (ou aux sociétés affiliées) sont calculées d'après le rendement du fonds sur tout son cycle de vie, et non d'après son rendement à court terme.

Honoraires

En plus de l'intéressement aux plus-values, le commandité ou le gestionnaire peut recevoir des honoraires de gestion. Ceux-ci sont généralement fondés sur la valeur liquidative du fonds ou sur le capital investi dans le cas des fonds à capital variable, et sur le capital souscrit et/ou investi dans le cas des fonds à capital fixe. Le commandité ou le gestionnaire peut aussi recevoir divers honoraires si le fonds acquiert ou cède des actifs, s'il doit conclure un financement ou si l'un des dirigeants du fonds doit fournir un cautionnement pour un financement du fonds (ce dernier scénario est idéalement évité). Les coûts d'organisation du fonds (comptabilité, audit, services juridiques, marketing) peuvent être couverts par ses dirigeants ou assumés en tout ou en partie par les commanditaires. De plus, le commandité et le gestionnaire se font habituellement rembourser les dépenses raisonnables qu'ils engagent dans le cadre de leurs activités professionnelles au nom du fonds.

Le droit canadien des sociétés et des valeurs mobilières ne fixe généralement pas de paramètres ni de restrictions quant à l'intéressement aux plus-values et aux honoraires que le commandité et le gestionnaire peuvent demander. Le montant des honoraires et des distributions payables à l'équipe de gestion dépend donc généralement d'une combinaison d'éléments : i) les conventions du marché, ii) ce que les investisseurs sont prêts à accepter et iii) l'historique des dirigeants du fonds (plus l'équipe de gestion est expérimentée et a des antécédents de génération de rendements élevés pour les investisseurs, plus elle pourra justifier des honoraires élevés).

Valeur liquidative

Dans le cas des fonds à capital variable, le commandité ou le gestionnaire calcule régulièrement

(habituellement une fois par trimestre) la valeur liquidative de la société en commandite. Le calcul est effectué selon une politique de valorisation établie et sert à déterminer les honoraires à payer au gestionnaire et la valeur de rachat des parts, de même qu'à suivre les progrès du fonds. Par contraste, pour les fonds à capital fixe (comme il est expliqué ci-dessus), les honoraires du commandité ou du gestionnaire sont habituellement structurés d'après le capital souscrit et/ou investi (et le commandité ou une société affiliée reçoit aussi, en général, un intéressement aux plus-values).

Exigences d'information et courtiers

Au Canada, les fonds ne sont pas tenus de présenter aux commanditaires des états financiers intermédiaires non audités ni des états financiers audités; il est cependant d'usage, surtout chez les fonds bien établis, d'en présenter. Par ailleurs, les fonds peuvent choisir de présenter des informations additionnelles aux commanditaires, dont des rapports sur le rendement du fonds, les dépenses du fonds, la juste valeur des placements déterminée selon la méthodologie de valorisation du fonds ainsi que des mises à jour sur les activités en général.

Selon la dispense de prospectus selon laquelle le fonds a émis les parts aux commanditaires, le fonds pourrait devoir présenter une Déclaration de placement avec dispense à l'organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières dans les 10 jours suivant chaque distribution de parts du fonds.

Contrairement aux FPI, qui ont un grand nombre d'actionnaires et qui comptent sur des courtiers en valeurs mobilières inscrits ou sur des courtiers sur le marché dispensé pour vendre leurs parts, les fonds ne font généralement pas affaire avec des courtiers puisqu'ils ont peu d'investisseurs et que ceux-ci font habituellement partie du réseau des dirigeants du fonds. Néanmoins, le gestionnaire du fonds doit s'assurer de ne pas effectuer d'opérations qui, selon les autorités en valeurs mobilières, relèveraient de la négociation et nécessiteraient donc une inscription en vertu des lois provinciales sur les valeurs mobilières.

Considérations fiscales diverses

Entité intermédiaire

Les sociétés en commandite ne sont habituellement pas assujetties à l'impôt sur le revenu au Canada, et sont plutôt traitées comme des entités intermédiaires qui doivent attribuer le résultat (bénéfice ou perte) de chaque exercice à leurs commanditaires. Ce résultat est habituellement imposé entre les mains du commanditaire, qui pourrait déduire une perte de son revenu imposable (sous réserve des règles détaillées énoncées dans la LIR).

Résidence

La convention de société en commandite d'un fonds exige généralement que tous les commanditaires soient des résidents fiscaux du Canada pendant toute la durée de l'investissement, pour éviter que le revenu de source canadienne du fonds soit assujetti aux retenues fiscales canadiennes et pour permettre le transfert à imposition différée de biens immobiliers au fonds (voir ci-dessous). Pour contourner ces restrictions, les investisseurs non-résidents qui souhaitent investir dans une société en commandite canadienne créent parfois une société par actions canadienne pour détenir leur participation. Cette société par actions est un contribuable résident canadien tenu de payer l'impôt canadien sur son revenu de toutes provenances (y compris le revenu que lui attribue le fonds) et de produire une déclaration de revenus fédérale ainsi que, dans certaines circonstances et certaines provinces, une déclaration de revenus provinciale. Les investisseurs américains constituent souvent des sociétés à responsabilité illimitée pour profiter du caractère d'entité intermédiaire qui leur est reconnu pour l'application de l'impôt sur le revenu américain. Les fonds qui suscitent l'intérêt de nombreux investisseurs non-résidents établissent souvent deux sociétés en commandite distinctes ou plus qui, en parallèle, servent de « fonds nourriciers » : l'une pour les investisseurs canadiens, les autres pour les investisseurs non canadiens.

Transfert de biens immobiliers au fonds

Dans la plupart des cas, un contribuable résident canadien peut transférer des biens immobiliers à un fonds en échange de parts du fonds en produisant le formulaire de choix fiscal visé au paragraphe 97(2) de la LIR. On parle alors d'un transfert à imposition différée, qui est conditionnel à ce qu'aucun commanditaire du fonds ne soit un non-résident du Canada pour l'application de la LIR. Comme il est indiqué ci-dessus, les conventions de société en commandite exigent habituellement que les investisseurs soient des résidents du Canada pour permettre ce type de transfert.

Droits de cession immobilière

Les fonds doivent porter une attention particulière aux droits de cession immobilière provinciaux. Certaines provinces, dont l'Ontario, appliquent généralement les droits de cession immobilière en supposant que chaque commanditaire de la société possède indirectement sa part proportionnelle de tout bien immobilier appartenant à la société. Par conséquent, le commanditaire qui acquiert des parts d'un fonds qui possède déjà des biens immobiliers dans l'une de ces provinces pourrait être tenu de payer des droits de cession immobilière (tout comme dans le cas du rachat de parts d'un fonds qui aurait pour effet d'augmenter la participation proportionnelle des commanditaires restants). Certaines exceptions à ces régimes de droits de cession immobilière peuvent s'appliquer aux transferts admissibles d'une participation minime dans une société de personnes[1].

* * *

Si vous avez des questions sur la structuration d'un fonds de capital-investissement immobilier canadien, les membres des groupes Marchés financiers, Capital d'investissement, Fiscalité et Immobilier de McMillan se feront un plaisir d'y répondre.

[1] Voir, par exemple, le paragraphe 1(2) de *Ontario Reg. 70/91: Exemptions from Tax under Section 3 of the Act [Loi sur les droits de cession immobilière (Ontario)]*.

Par Alex Bruvels, Andrew Stirling et Laura Giesbrecht

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2022