

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

Robert P. Godin

Volume 101, Number 3, December 1999

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1046207ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1046207ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Éditions Yvon Blais

ISSN

0035-2632 (print)

2369-6184 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Godin, R. P. (1999). QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC. *Revue du notariat*, 101(3), 369–390. <https://doi.org/10.7202/1046207ar>

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

Robert P. Godin*

TABLE DES MATIÈRES

- 1. INTRODUCTION - DÉFINITIONS**
 - 1.1 Importance relative des FPI et des REIT's
 - 1.2 Définitions

- 2. HISTORIQUE**

- 3. STRUCTURE JURIDIQUE DE LA FIDUCIE OU TRUST DU CODE CIVIL DU QUÉBEC**
 - 3.1 La société en commandite et la fiducie
 - 3.2 Éléments constitutifs d'un FPI québécois
 - 3.2.1 Établissement de la fiducie ou du patrimoine fiduciaire
 - 3.2.2 Le portefeuille immobilier
 - 3.2.3 Approbation finale du prospectus par les Commissions des valeurs mobilières et émission et souscription des parts
 - 3.2.4 Acquisition du portefeuille par le fiduciaire avec le produit de l'émission et de la souscription des parts
 - 3.2.5 Prise en charge du portefeuille par le gestionnaire

- 4. CONCLUSION**

* Avocat-conseil, Martineau-Walker, Montréal, et professeur associé à la Faculté de Droit de l'Université McGill. Ce texte a été rédigé à partir des notes d'une conférence prononcée dans le cadre des Cours de formation permanente du Barreau du Québec, le 23 avril 1999.

1. INTRODUCTION - DÉFINITIONS

D'entrée de jeu, nous tenons à préciser que ce texte porte essentiellement sur la nature technique et juridique des fonds de placement immobilier (FPI) ou *Real Estate Investment Trust's (REIT's)* et non sur leur valeur relative à titre de mode de placement. Nous laissons cet aspect de la question à ceux qui sont beaucoup plus compétents que nous en cette matière, soit les conseillers en placements et les représentants des maisons de courtage. Par ailleurs, comme la fiscalité ne fait pas partie de nos domaines de compétence, nous éviterons dans la mesure du possible de traiter de questions fiscales, bien que la fiscalité joue un rôle primordial dans la mise en place d'un FPI et dans sa justification même comme forme d'investissement.

Notre intérêt pour les FPI provient plutôt d'une curiosité personnelle qui porte sur deux sujets particuliers, soit celui de la « titrisation » et celui de l'utilisation de la fiducie du *Code civil du Québec* en matière commerciale.

Le phénomène des FPI s'inscrit dans un mouvement beaucoup plus étendu que celui de la propriété immobilière et comprend tout le domaine de la transformation en valeurs mobilières d'actifs de toutes sortes, comprenant bien certainement des biens immeubles, mais également des créances hypothécaires¹, ainsi que différents types de flux monétaires telles les créances provenant des cartes de crédit, des comptes recevables particularisés, etc.

¹ Au cours de 1999, une filiale en propriété exclusive de la Caisse de dépôt et placement du Québec a effectué avec succès une émission d'obligations de type « Titres adossés à des créances hypothécaires » ou « TACH », traduisant ainsi l'expression *Commercial Mortgage Backed Securities* ou *CMBS*, d'une valeur nominale globale de plus de 255 000 000 \$CAN, obligations garanties par une hypothèque constituée par l'émetteur sur un portefeuille de créances hypothécaires de premier rang, en faveur d'un « fondé de pouvoir des créanciers », tel que le prévoit l'article 2692 du *Code civil du Québec* (ci-après le C.c.Q.). Dans ce cas particulier, la titrisation s'est effectuée sans avoir recours à la création d'unités de participation dans une fiducie, mais bien à la création d'obligations (titres de créance) garanties par une hypothèque sur le portefeuille objet de la titrisation.

À partir d'une recherche active de nouvelles techniques de financement d'entreprises financières, nous assistons présentement dans nos milieux d'affaires à une évolution importante de la nature des droits qui faisaient partie, traditionnellement, du patrimoine. Bien qu'il ait toujours été admis qu'en réalité le patrimoine dont chaque personne est titulaire soit composé essentiellement de droits et non de choses², il se produit présentement un phénomène de « virtualisation » de nos droits patrimoniaux, phénomène qui tend à rendre de plus en plus abstraits et intangibles les objets ou les « choses » sur lesquels peuvent porter les droits qui composent en définitive les patrimoines.

Au moment d'écrire ces notes, il semble que le processus engagé par les magiciens du monde financier devrait continuer à se développer et à se raffiner, de façon à inclure un nombre toujours croissant de types d'actifs, de flux monétaires, de *pools* de biens de toutes sortes, regroupés et mis en commun afin de servir d'actifs sous-jacents à des émissions de valeurs mobilières. Les titres émis prendront tantôt la forme d'unités de participation dans les droits afférents à ces actifs ou encore la forme de créances (obligations), le détenteur de la valeur mobilière détenant un titre de créance dont le paiement du capital, des intérêts et des autres formes de participation à la plus-value est garanti par une sûreté de nature hypothécaire grevant un portefeuille ou un *pool* de créances de toutes sortes.

Il nous apparaît donc opportun de traiter des FPI dans ce contexte plus particulier, c'est-à-dire en gardant à l'esprit que le phénomène des FPI ne constitue pas un phénomène isolé mais s'inscrit plutôt dans un ensemble beaucoup plus vaste, soit celui de la titrisation en général.

1.1 Importance relative des FPI et des REIT's

À l'heure actuelle, il y a plus de 300 REIT's actifs aux États-Unis dont les unités se transigent sur les principales

2 Voir la définition que donnait l'Office de révision du *Code Civil* à la notion de « Biens », à l'article 3 du livre IV et qui se lit comme suit : « Les biens d'une personne sont l'ensemble de ses droits personnels et réels ». Le « patrimoine » était défini par l'Office à l'article 4 du même livre, comme suit : « Toute personne est titulaire d'un patrimoine composé de l'universalité de ses biens et de ses dettes [...] ».

bourses américaines, contrôlant un actif immobilier total de plus de 140 milliards \$US.

Au Canada, au 1^{er} octobre 1999, il y avait 14 REIT's canadiens dont les unités se transigeaient sur les marchés boursiers canadiens et qui comportaient globalement une capitalisation au marché d'environ 4,5 milliards \$CAN.

Les REIT's canadiens sont tantôt spécialisés dans la détention de certains types d'actifs immobiliers spécifiques, alors que d'autres constituent des portefeuilles diversifiés de façon à répartir les risques qui peuvent résulter d'une trop grande concentration dans un même type de propriétés immobilières³.

Plus particulièrement au Québec, au moment d'écrire ces lignes, il n'existe qu'un seul FPI créé en vertu de la nouvelle législation québécoise en matière de fiducie⁴, soit le *Fonds de placement immobilier Cominar*, dont nous traiterons en détail plus bas. La possibilité, du point de vue financier et commercial, de créer au Québec plusieurs autres fonds a été étudiée très sérieusement au cours des dernières années par des propriétaires fonciers importants, mais les conditions particulières du marché pour ce type d'investissement, tant aux États-Unis qu'au Canada, ont fait en sorte que ces projets ont été temporairement mis de côté.

1.2 Définitions

Aux États-Unis, bien que le mot *trust* fasse partie de sa désignation, le REIT peut prendre la forme soit d'une société par actions, soit d'une fiducie commerciale, soit d'une autre

3 Voir la publication *Real Estate Investment Trusts - Quarterly Review and Sector Outlook* publiée par RBC Dominion Securities, le 5 octobre 1999. Une table à la page 22 de cette publication montre les pourcentages de types de propriétés différentes détenues par différents REIT's. Ainsi, certains sont diversifiés, détenant, dans le cas de Avista REIT, 48 % en immeubles résidentiels, 29 % en immeubles à bureaux et 23 % en immeubles à vocation industrielle; Legacy Hotels est spécialisé à 100 % dans les immeubles hôteliers tandis que RESREIT concentre 100 % de ses placements dans les immeubles résidentiels collectifs.

4 C.c.Q., art. 1256 et suiv.

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT 373
D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

forme d'association commerciale, pourvu que l'on y retrouve les caractéristiques essentielles suivantes :

- les actions ou unités de participation doivent être pleinement transférables;
- il doit y avoir au moins cent actionnaires ou détenteurs d'unités;
- pas plus de cinquante pour cent de ses actions ou unités doivent être détenues par cinq détenteurs ou moins;
- soixante-quinze pour cent des actifs du fonds doivent être sous forme de biens immeubles;
- soixante-quinze pour cent de ses revenus bruts doivent provenir de loyers de baux immobiliers ou d'intérêts sur des créances hypothécaires; et
- quatre-vingt-quinze pour cent de ses revenus imposables doivent être distribués annuellement à titre de dividendes.

Au Canada, jusqu'à récemment, la participation d'investisseurs privés dans le domaine de l'immobilier commercial prenait la forme de détention d'actions de sociétés immobilières publiques ou de parts sociales de sociétés en commandite, ou encore sous forme de détention directe en copropriété indivise, des considérations de nature fiscale ne permettant pas sans risque d'avoir recours à la fiducie comme mode de création d'un fonds. Par ailleurs, au Québec, avant l'adoption et l'entrée en vigueur des articles 1256 et suivants du *Code civil du Québec*, il n'était pas possible de constituer des fiducies à des fins autres que gratuites⁵.

Depuis la réforme de 1994, en ce qui a trait au droit civil, et à la suite des amendements apportés à la *Loi sur*

5 Voir, à titre d'exemple, l'arrêt *Crown Trust Company c. Oscar S. Higher* [1977] 1 R.C.S. 418.

*l'impôt sur le revenu*⁶, il est maintenant possible de créer au Québec une fiducie d'investissement à participation unitaire qui pourra également se qualifier de fiducie de fonds commun de placement, dans la mesure où les conditions suivantes se trouvent réunies :

- la fiducie doit résider au Canada;
- la seule activité de cette fiducie doit consister à acquérir, à détenir, à entretenir, à améliorer, à louer ou à gérer des biens immeubles qui font partie de ses immobilisations ou des droits dans de tels biens;
- au moins quatre-vingts pour cent des biens de la fiducie doivent consister en des biens immeubles situés au Canada;
- au moins quatre-vingt-quinze pour cent de ses revenus doivent provenir des biens immeubles ci-dessus mentionnés ou de leur disposition;
- pas plus de dix pour cent de ses actifs ne peuvent être constitués d'obligations, de valeurs mobilières ou d'actions du capital-actions d'une même société commerciale ou d'un même débiteur;
- les unités doivent être rachetables au gré des détenteurs ou les unités de la fiducie doivent être inscrites à la cote d'une bourse de valeurs mobilières au Canada⁷.

2. HISTORIQUE

Au Canada, il n'existe pas de législation particulière traitant des FPI ou des *REIT*'s. Aux États-Unis où les *REIT*'s

6 *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.R.C., 1985, 5^e Suppl. et amendements (Ci-après la L.I.R.).

7 Voir l'article 3200 des *Règles concernant l'application de l'impôt sur le revenu*.

ont pris naissance, le congrès américain, à l'époque de la présidence de Dwight D. Eisenhower, adoptait le *Real Estate Investment Trust Act, 1960*. Au départ, cette législation ayant été jugée trop contraignante en ce qu'elle ne s'appliquait qu'à des fiducies autorisées à détenir des propriétés immobilières, mais non à les exploiter et à les gérer, il a fallu attendre l'adoption du *Tax Reform Act* de 1986 qui a modifié le régime de taxation en matière immobilière en général en éliminant la concurrence venant des autres formes d'investissements immobiliers, mais également qui a reconnu aux REIT's le droit de rendre certains services connexes à la détention de biens immobiliers, permettant ainsi aux REIT's de jouer un rôle plus actif de mise en valeur et de gestion des immeubles compris dans leurs actifs. Par la suite, les caisses de retraite ont été autorisées à investir dans les REIT's et, au cours de l'été 1999, le congrès américain adopta le *Taxpayer Refund Relief Act of 1999* qui comportait, entre autres dispositions, un élargissement important des activités permises à des REIT's, mais qui apportait également des modifications importantes à l'assiette fiscale des contribuables américains, modifications jugées inacceptables par le Président qui apposa son veto à cette loi dans son ensemble.

Mais ce n'est qu'au cours des années 90 que les REIT's sont devenus vraiment actifs sur les marchés financiers, cette activité accrue résultant des baisses importantes de valeurs du parc immobilier américain, entre 30 % et 50 %, dues à l'effet conjugué de la débâcle des *Savings and Loans*, de la surproduction d'immeubles commerciaux et des restrictions sur le crédit hypothécaire. L'immobilier commercial devenait à nouveau intéressant comme mode d'investissement, mais cette fois par l'entremise des marchés financiers publics et en ayant recours aux REIT's plutôt que par la détention directe ou par la souscription d'actions dans le capital-actions de sociétés immobilières traditionnelles.

En principe, de par sa structure et à cause des avantages fiscaux qui lui sont propres, le REIT peut offrir les avantages suivants sur les autres formes de placements en immobilier :

- la diversification des éléments du portefeuille (soit dans le type d'immeuble, soit dans la situation géographique, ou les deux);

- un rendement régulier élevé;
- une évaluation plus objective par les forces du marché;
- la liquidité (dépendant de l'appétit des marchés);
- une gestion professionnelle;
- une plus grande transparence financière;
- une grande efficacité du point de vue de la fiscalité.

Au Canada, pour les mêmes raisons que celles évoquées pour les marchés américains et depuis les amendements à la *Loi de l'impôt sur le revenu* de 1995⁸ qui ont élargi le type d'activité admissible et qui ont permis de qualifier la fiducie de fonds commun de placement, nous avons assisté à la mise en marché d'un certain nombre de FPI canadiens comprenant aujourd'hui un actif global d'environ 4,5 milliards \$CAN⁹.

Enfin, au Québec, comme la fiducie à titre onéreux et à des fins commerciales n'avait pas fait partie de nos mœurs d'affaires et comme par ailleurs les nouvelles règles du *Code civil du Québec* en matière de fiducie ont pu laisser certains perplexes lors de leur entrée en vigueur, le recours à cette forme juridique ne s'est fait que très timidement. Ce n'est qu'en mai 1998 que le premier FPI québécois a été créé et mis sur le marché. Il s'agit, évidemment, du *Fonds de placement immobilier Cominar* dont nous reparlerons plus bas.

8 Modifications aux articles 108(2)b) et 132(6)b) L.I.R.

9 Voir la définition que donnait l'Office de révision du *Code Civil* à la notion de « Biens », à l'article 3 du livre IV et qui se lit comme suit : « Les biens d'une personne sont l'ensemble de ses droits personnels et réels ». Le « patrimoine » était défini par l'Office à l'article 4 du même livre, comme suit : « Toute personne est titulaire d'un patrimoine composé de l'universalité de ses biens et de ses dettes [...] ».

3. STRUCTURE JURIDIQUE LA FIDUCIE OU TRUST DU CODE CIVIL DU QUÉBEC

Dans le *Code civil du Bas Canada*¹⁰, les dispositions se rapportant à la fiducie faisaient partie des règles portant sur les libéralités. À l'occasion de la réforme de 1994, les rédacteurs du *Code civil du Québec* ont voulu donner à la fiducie une portée plus large en insérant les dispositions s'y rapportant dans le Livre Quatrième - *Des Biens*, au Titre Sixième - *De certains patrimoines d'affectation*¹¹.

À la suite de débats longs et difficiles que nous avons connus sur la nature exacte des droits respectifs du constituant, des bénéficiaires et du fiduciaire en ce qui a trait au droit de propriété des biens faisant l'objet de la fiducie¹², le principe retenu par le législateur de 1994 pour apporter une solution théorique susceptible de mettre un terme à toute cette controverse est celui du **patrimoine d'affectation**.

Il convient cependant de noter que la notion de « patrimoine d'affectation », bien qu'évoquée dans la doctrine, trouve une expression inédite dans les dispositions du *Code civil du Québec*. Le principe retenu est simple puisqu'il reconnaît dans la fiducie l'établissement d'un patrimoine autonome et distinct, dont l'existence ne se rattache ni à une personne physique ni à une personne morale, et qui ne bénéficie pas, par ailleurs, d'une personnalité juridique propre¹³.

Ce principe, qui est fondamental pour la compréhension de la fiducie en droit québécois, est énoncé d'une façon non

10. *Code civil du Bas Canada*, ci-après appelé le C.c.B.C. Voir les articles 981a. et suiv. C.c.B.C.

11. Ce titre comprend les articles 1256 à 1298 C.c.Q.

12. *Royal Trust Company c. Tucker*, [1982] 1 R.C.S. 250. Voir en particulier « L'affaire *Tucker* sous les feux du droit comparé », (1984-1985) 15 R.D.U.S. 3 à 43.

13. Article 1261 C.c.Q. : « Le patrimoine fiduciaire, formé des biens transférés en fiducie, constitue un patrimoine d'affectation autonome et distinct de celui du constituant, du fiduciaire ou du bénéficiaire, sur lequel aucun d'entre eux n'a de droit réel. ».

équivoque par le législateur dont l'intention à cet égard ne peut faire de doute¹⁴.

Ce choix doit démarquer la fiducie québécoise du *trust* anglo-saxon où la division entre *legal title* et *beneficial ownership* fait partie intégrante de sa définition. Dans son application, particulièrement en matière commerciale, le principe d'un « patrimoine dans lequel personne ne détient de droit réel », doit toujours être gardé à l'esprit, notamment pour ce qui est des conséquences patrimoniales, comptables et fiscales qui découlent du transfert (l'aliénation) des biens lors de la constitution du patrimoine fiduciaire.

L'élargissement du champ d'application du nouveau régime, au-delà du domaine des libéralités entre vifs ou testamentaires, a conduit à l'adoption des articles 1262 C.c.Q.¹⁵, 1263 C.c.Q.¹⁶

- 14 MINISTÈRE DE LA JUSTICE DU QUÉBEC, *Commentaires du ministre de la justice*, T.I., Québec, Publications du Québec, 1993, commentaire sous l'article 1261 C.c.Q., au dernier paragraphe qui se lit comme suit : « Le fait de lier la fiducie à la théorie du patrimoine d'affectation est donc parfaitement viable et l'existence d'un patrimoine autonome constitue une réalité admissible, dans la mesure où la gestion et le fonctionnement de ce patrimoine sont organisés, ce qui est le cas en vertu du code nouveau. Cette réalité présente d'ailleurs des analogies avec celle de la personne morale où il faut bien admettre qu'il y a, derrière l'image fictive d'une personne morale, un patrimoine autonome dont la gestion et le fonctionnement sont assurés par la mise en place d'organes décisionnels prévus par la loi ».
- 15 Article 1262 C.c.Q. : « La fiducie est établie par contrat, à titre onéreux ou gratuit, par testament ou, dans certains cas, par la loi. Elle peut aussi, lorsque la loi l'autorise, être établie par jugement ».
- 16 Article 1263 C.c.Q. : « Si la fiducie à titre onéreux établie par contrat a pour objet de garantir l'exécution d'une obligation, le fiduciaire doit, en cas de défaut du constituant, suivre les règles prévues au livre *Des priorités et des hypothèques* pour l'exercice des droits hypothécaires ». Le texte de cet article a été modifié par l'article 1 du Projet de loi 181 (devenu *Loi modifiant le Code civil et d'autres dispositions législatives relativement à la publicité des droits personnels et réels mobiliers et à la constitution de l'hypothèques mobilières sans dépossession*, L.Q. 1998, c. 5) sanctionné le 16 avril 1998 entré en vigueur le 17 septembre 1999. L'article amendé se lit comme suit : Article 1263 C.c.Q. : « La fiducie établie par contrat à titre onéreux peut avoir pour objet de garantir l'exécution d'une obligation. En ce cas, la fiducie doit, pour être opposable aux tiers, être publiée au registre des droits personnels et réels mobiliers ou au registre foncier, selon la nature mobilière ou immobilière des biens transférés en fiducie. La fiducie est, en cas de défaut du constituant, assujettie aux règles relatives à l'exercice des droits hypothécaires énoncées au livre *Des priorités et des hypothèques* ».

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT 379
D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

et 1269 C.c.Q.¹⁷, qui font en sorte qu'un grand nombre de conventions de nature commerciale peuvent maintenant adopter la forme de la fiducie.

Le *Code civil du Québec* nous propose trois espèces de fiducie en fonction de la fin pour laquelle elles sont constituées. Ainsi, la fiducie personnelle vise à procurer gratuitement un avantage à un bénéficiaire¹⁸; la fiducie sociale (ou fondation) est constituée pour la réalisation d'un but d'intérêt général¹⁹. Enfin, la fiducie d'intérêt privé se subdivise en fiducie à titre gratuit pour la réalisation d'un but désintéressé de nature privée²⁰ et en fiducie à titre onéreux constituée pour la réalisation d'un but intéressé. C'est de ce type de fiducie d'intérêt privé qu'il est question ici. En effet, l'article 1269 C.c.Q. dispose qu'elle est « constituée à titre onéreux dans le but, notamment, de permettre la réalisation d'un profit au moyen de placements ou d'investissements, de pourvoir à une retraite ou de procurer un autre avantage au constituant ou aux personnes qu'il désigne, aux membres d'une société ou d'une association, à des salariés ou à des porteurs de titre »²¹. Il est important de noter que ce type de fiducie ne comporte pas de limite de durée, l'article 1273 C.c.Q. prévoyant expressément qu'une telle fiducie peut être perpétuelle.

17 Article 1269 C.c.Q. : « Est aussi d'utilité privée la fiducie constituée à titre onéreux dans le but, notamment, de permettre la réalisation d'un profit au moyen de placements ou d'investissements, de pourvoir à une retraite ou de procurer un autre avantage au constituant ou aux personnes qu'il désigne, aux membres d'une société ou d'une association, à des salariés ou à des porteurs de titre ».

18 Article 1267 C.c.Q. : « La fiducie personnelle est constituée à titre gratuit, dans le but de procurer un avantage à une personne déterminée ou qui peut l'être ».

19 Article 1270 C.c.Q. : « La fiducie d'utilité sociale est celle qui est constituée dans un but d'intérêt général, notamment à caractère culturel, éducatif, philanthropique, religieux ou scientifique. Elle n'a pas pour objet essentiel de réaliser un bénéfice ni d'exploiter une entreprise ».

20 Article 1268 C.c.Q. : « La fiducie d'utilité privée est celle qui a pour objet l'érection, l'entretien ou la conservation d'un bien corporel, ou l'utilisation d'un bien affecté à un usage déterminé, soit à l'avantage indirect d'une personne ou à sa mémoire, soit dans un autre but de nature privée ».

21 Article 1269 C.c.Q. : Voir MINISTÈRE DE LA JUSTICE DU QUÉBEC, *Commentaires du ministre de la Justice*, T.I. Québec, Publications du Québec, 1993, commentaire sous l'article 1261 C.c.Q. au dernier paragraphe.

Enfin, le contrat à titre onéreux qui la constitue n'est assujéti à aucune exigence particulière de forme. Outre les règles du titre sur la fiducie, les règles générales des contrats gouvernent donc la constitution d'une telle fiducie.

3.1 La société en commandite et la fiducie

Sans vouloir reprendre ici le débat entourant le recours à la société en commandite comme forme de placement dans l'immobilier, nous voulons uniquement indiquer qu'antérieurement à l'adoption des différentes modifications législatives évoquées ci-dessus²², le moyen de prédilection utilisé lors des premières « titrisation » de biens immobiliers était la société en commandite.

Nous avons tous eu connaissance d'émissions publiques de parts sociales dans des sociétés en commandite. Pour plusieurs raisons tenant autant de la structure juridique elle-même et de la fiscalité, que des données commerciales et financières en jeu, ce mode d'investissement a connu des résultats souvent désastreux pour les épargnants/investisseurs.

Par ailleurs, comme nous pourrions le constater plus bas, la création, l'organisation et l'opération quotidienne d'une fiducie sont dans l'ensemble beaucoup plus simples que ce qui est le cas pour la société en commandite. Des considérations fiscales rendent également le recours à la fiducie plus avantageux.

3.2 Éléments constitutifs d'un FPI québécois

Afin de faciliter la compréhension de l'exposé qui suit, il est utile de décrire brièvement les éléments constitutifs d'un FPI ainsi que les étapes qui mènent à sa création.

Ces éléments sont les suivants :

- le constituant;
- le promoteur;
- un portefeuille immobilier;
- la fiducie ou patrimoine d'affectation, le fiduciaire, les bénéficiaires ou détenteurs de parts;

²² Voir les énoncés quant à la structure juridique à la section 3.1 ci-dessus.

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT 381 D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

- le gestionnaire;
- les preneurs fermes de valeurs mobilières.

En réduisant à sa plus simple expression la suite des événements menant à la création d'un FPI, voici les étapes successives requises :

- 1 Création par le constituant de la fiducie ou du patrimoine fiduciaire;
- 2 Analyse du portefeuille immobilier qui fait l'objet de la titrisation et établissement d'une convention d'achat de ce portefeuille entre le promoteur et le fiduciaire;
- 3 À la suite de l'approbation finale du prospectus par les commissions des valeurs mobilières ayant juridiction, création, émission et souscription des parts ou unités de participation;
- 4 Acquisition du portefeuille par le fiduciaire avec le produit de l'émission et de la souscription des parts ou unités de participation;
- 5 Prise en charge du portefeuille par le gestionnaire.

3.2.1 ÉTABLISSEMENT DE LA FIDUCIE OU DU PATRIMOINE FIDUCIAIRE

Cette première étape comporte deux éléments principaux, soit (I) le choix du ou des fiduciaires et (II) le libellé de la convention de fiducie.

(I) Choix du fiduciaire

Le choix du fiduciaire revêt manifestement une grande importance.

En fait, lors de la mise en place d'un FPI, le promoteur poursuit plusieurs objectifs qui peuvent potentiellement le mettre en conflit d'intérêts avec les investisseurs, détenteurs d'unités de participation. Ces conflits doivent normalement être identifiés et doivent trouver un mode de règlement au moyen de

mécanismes prévus dans la convention de fiducie dont nous parlerons dans quelques instants.

Un des objectifs poursuivis par le promoteur est celui de conserver un contrôle effectif important sur la marche des affaires du patrimoine fiduciaire puisqu'il souscrira habituellement à une proportion importante de l'émission de parts de la fiducie et également parce qu'il détiendra habituellement un intérêt financier majoritaire dans l'entreprise chargée de la gestion du portefeuille.

Sous réserve de la mise en place de moyens efficaces afin de régler les conflits possibles, la présence du promoteur, tant comme membre du groupe constituant le fiduciaire que comme gestionnaire du portefeuille, est souhaitable compte tenu du fait que le promoteur connaît bien ce portefeuille et possède déjà un personnel expérimenté et familier avec les actifs à gérer.

Aux termes de l'article 1274 C.c.Q., il est prévu que « La personne physique pleinement capable de l'exercice de ses droits civils peut être fiduciaire, de même que la personne morale autorisée par la loi » (le souligné est de l'auteur). La seule personne morale ainsi autorisée est une société de fiducie constituée aux termes de la *Loi sur les sociétés de fiducie et les sociétés d'épargne*, L.R.Q., c. S-29.01. Les choix sont donc limités : le ou les fiduciaires doivent être soit des personnes physiques, soit des sociétés de fiducie, aucun autre type de personne morale ne pouvant agir à ce titre.

Chaque situation particulière aura tendance à dicter les principes qui guideront les intéressés dans la détermination de la structure du fiduciaire. Dans le cas de *Cominar*, on a fait appel à certains membres de la famille Dallaire qui représentent les intérêts, mais aussi l'expertise du promoteur, agissant de concert avec des personnes désignées fiduciaires indépendants, ces derniers étant majoritaires et ayant une juridiction exclusive sur la détermination de toutes questions où le Groupe Cominar peut avoir quelque intérêt. Aucune compagnie de fiducie n'est impliquée à ce titre, une telle compagnie n'étant impliquée que pour tenir les registres et agir comme agent de transfert des parts.

Enfin, pour des raisons fiscales, il y a lieu de s'assurer que le domicile légal du fiduciaire, fait déterminant du domicile fiscal

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT 383
D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

de la fiducie, soit clairement établi et conforme à la planification fiscale élaborée pour les fins de l'investissement envisagé.

(II) Le libellé de la convention de fiducie

Tel que mentionné précédemment, la forme de la convention de fiducie n'est soumise à aucune exigence particulière, les règles générales des contrats devant s'appliquer²³.

La convention de fiducie est l'acte qui constate la création de la fiducie ou, si l'on préfère, du patrimoine fiduciaire²⁴ par le constituant.

Mais c'est également le document aux termes duquel seront établies toutes les modalités portant sur la nomination et le remplacement des fiduciaires, leur nombre et leur classe, le cas échéant, les pouvoirs des fiduciaires et leur rôle, les politiques de gestion et de mise en valeur du portefeuille, toutes les questions touchant la vente ou l'acquisition de biens immeubles, le placement des sommes en numéraire, les règles obligeant les fiduciaires à respecter les contraintes fiscales ou touchant la législation en matière de valeurs mobilières, la responsabilité des fiduciaires, en fait, tout ce qui porte sur les activités administratives et financières de la fiducie.

La convention de fiducie énoncera en détail le mécanisme pour la création et l'émission des parts ou unités de participation aux détenteurs, ces derniers étant les bénéficiaires de la fiducie ainsi créée. À cet égard, la convention de fiducie ressemble aux actes de fiducie d'avant 1994 rédigés dans le cadre d'émissions d'obligations où l'on décrivait en détail tous les éléments portant sur la définition et les caractéristiques des obligations, leur émission, etc. Ainsi, c'est ici que l'on retrouvera la définition des attributs des parts ou unités de participation, l'énumération des droits dont elles peuvent bénéficier, les règles concernant leur

23 Voir sur ce point les commentaires de John E.C. BRIERLEY, " The Gratuitous Trust : a new Liberality in Quebec Law ", dans *Mélanges Paul-André Crépeau*, Éditions Yvon Blais Inc., 1997, pp. 119 à 153 (particulièrement au paragr. 13, p. 141).

24 Voir l'article 1260 C.c.Q. : « La fiducie résulte d'un acte par lequel une personne, le constituant, transfère de son patrimoine à un autre patrimoine qu'il constitue, des biens qu'il affecte à une fin particulière et qu'un fiduciaire s'oblige, par le fait de son acceptation, à détenir et à administrer ».

distribution et les dispositions portant sur leurs transferts et leur immatriculation ainsi que sur toutes les autres modalités administratives similaires.

La convention de fiducie établira également toutes les règles portant sur les assemblées, tant des fiduciaires que des détenteurs de parts, le quorum, les votes, les décisions qui peuvent être prises par certaines majorités prédéterminées ou par classes (dans le cas des fiduciaires).

Enfin, c'est dans cette convention que nous trouverons les règles portant sur les distributions des revenus du patrimoine fiduciaire, les budgets, les réserves, les questions fiscales, les honoraires et finalement, la fin et la liquidation de la fiducie et de son patrimoine.

De toute évidence, la convention de fiducie est à la base de l'établissement, la mise en œuvre, l'organisation, la gestion et la mise en valeur du patrimoine fiduciaire et des parts y afférentes. Ce qu'il faut garder à l'esprit, c'est qu'il s'agit essentiellement d'un contrat où les dispositions sont en majeure partie conventionnelles. Certaines règles inhérentes à la notion même de la fiducie, du rôle du fiduciaire et des droits des bénéficiaires doivent être observées si l'on veut respecter les règles fondamentales de la fiducie. Mais par convention, il est possible de déroger à un grand nombre de règles portant soit sur la fiducie elle-même, soit sur l'administration du patrimoine par les fiduciaires.

Ainsi, dans la convention de fiducie relative au *Fonds immobilier Cominar*, il est prévu que sous réserve des règles d'ordre public, en cas de conflit entre les dispositions de la convention et les dispositions légales, ce sont celles de la convention qui devront avoir préséance. Il est par ailleurs prévu que plusieurs articles du *Code civil du Québec* ne devront avoir aucune application à la convention de fiducie, aux fiduciaires, au constituant, aux détenteurs de parts, au patrimoine fiduciaire ou à son administration.

Le but recherché est évidemment de bien circonscrire et particulariser les droits, obligations et pouvoirs de chacun en les définissant avec précision dans la convention de fiducie elle-même et ce, afin d'éviter les recours qui pourraient être basés sur des dispositions légales d'application générale qui ne conviennent

pas nécessairement aux objectifs précis des intéressés dans le rendement et la mise en valeur, à court et à long terme, de l'investissement de chacun dans le FPI.

Comme c'est le cas dans plusieurs domaines du *Code civil du Québec*, il n'est pas toujours facile de déterminer la limite entre ce qui est d'ordre public et ce qui ne l'est pas, en matière de fiducie et d'administration du bien d'autrui. Nos tribunaux auront peut-être à se pencher sur cette question tôt ou tard afin de résoudre les conflits qui naîtront entre les dispositions conventionnelles d'une convention de fiducie et les règles légales.

3.2.2 LE PORTEFEUILLE IMMOBILIER

À la base de toutes les opérations menant à la création et à la mise en marché d'un FPI, il y a évidemment le portefeuille immobilier que l'on cherche à titriser. Le succès de l'opération dépendra avant toute chose de la nature et de la qualité de ce portefeuille.

Certains éléments se conjuguent afin de faire en sorte que le portefeuille en question en soit un qui puisse se prêter à la titrisation :

- les types d'immeubles qui composent le portefeuille et la valeur marchande impliquée : il s'agira d'immeubles de type commercial, de bureau, résidentiel collectif, industriel, institutionnel, à usage particulier (santé, personnes âgées, hôtel, etc.), dont la valeur marchande globale sera généralement supérieure à 125 millions de dollars;
- la localisation géographique (situation et concentration) et conditions des marchés;
- la qualité des locataires et utilisateurs des immeubles concernés;
- la qualité et la nature des baux (net, net, termes, conditions financières, etc.);
- l'état physique et l'état d'entretien (réparations, etc.), ainsi que toute réserve portant sur des questions de qualité environnementale;

- les revenus et dépenses attribuables aux actifs compris dans le portefeuille;
- financements hypothécaires en place (taux d'intérêts, montants, échéance ou date de renouvellement, etc.);
- qualité des titres (droit de propriété);
- qualité de la gestion et réputation du propriétaire.

Chacune de ces caractéristiques devra faire l'objet d'une étude particulière et c'est à partir de toute l'information ainsi obtenue qu'il sera possible de procéder à des expertises indépendantes et objectives en évaluation des propriétés composant le portefeuille. Ces évaluations se doivent d'être à tous égards crédibles et faites selon les règles de l'art par des évaluateurs agréés indépendants et reconnus pour la qualité de leur travail, en utilisant des taux de capitalisation acceptables. Ces expertises permettront de déterminer et de justifier le prix qui sera payé au promoteur par le fiduciaire (au nom des détenteurs d'unités de participation) lors du transfert du portefeuille qui s'effectuera lors de la séance de clôture de l'émission des parts du FPI. Le prix payé déterminera évidemment les rendements à court, à moyen et à long terme, en fonction des revenus nets relativement fixes provenant des baux en place.

Les aspects décrits ci-dessus constituent à proprement parler la portion immobilière de toute l'opération menant à la création et à la mise en marché d'un FPI. C'est sans aucun doute la partie déterminante du succès de toute l'entreprise. Chacune des démarches décrites sommairement ci-dessus devra être effectuée par des professionnels compétents, crédibles et reconnus dans leur milieu. Avant même d'entreprendre cette opération, le promoteur lui-même devra s'assurer que ses affaires sont en ordre : ses outils de gestion devront être modernes et à jour; ses registres comptables bien tenus, selon les principes comptables reconnus et applicables à ce type d'opération; ses relations avec ses locataires et occupants devront être bonnes et à peu près complètement exemptes de litiges, l'état d'entretien et de réparation des immeubles compris dans le portefeuille devant être excellent.

C'est donc sur la foi des résultats de cette opération immobilière qu'il sera possible d'établir les termes et conditions

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR L'ÉTABLISSEMENT 387 D'UN FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIER (FPI) AU QUÉBEC

de la convention d'achat qui interviendra entre le promoteur et le fiduciaire. Cette convention décrira en détail tous les aspects de l'opération par laquelle le fiduciaire, agissant au nom du patrimoine fiduciaire, acceptera le transfert du portefeuille immobilier, avec tous les droits y afférents, au patrimoine fiduciaire dont les détenteurs de parts seront les bénéficiaires ultimes.

La description des biens qui feront l'objet du transfert, le prix et les modalités de paiement et, tout particulièrement, les représentations et garanties dont pourront bénéficier le fiduciaire et les détenteurs de parts relativement aux actifs transférés et aux revenus qu'ils peuvent générer, la prise en charge des employés (comprenant le respect de conventions collectives et de contrats d'emploi), les obligations environnementales et probablement le respect des dispositions du *Code civil du Québec* portant sur la vente d'entreprises, sont autant de sujets à traiter et à couvrir lors de l'élaboration des termes et conditions de cette convention.

3.2.3 APPROBATION FINALE DU PROSPECTUS PAR LES COMMISSIONS DES VALEURS MOBILIÈRES ET ÉMIS- SION ET SOUSCRIPTION DES PARTS

La mise sur pied d'un FPI est une opération de valeurs mobilières qui doit rencontrer toutes les exigences des règles régissant le processus d'appel public à l'épargne.

Parallèlement aux opérations plus particulièrement immobilières décrites ci-dessus, il y aura lieu de préparer et soumettre aux autorités réglementaires la documentation requise, selon qu'il s'agira d'un placement privé ou d'une émission publique.

Dans le cas d'une émission publique, ce qui fut le cas dans l'émission *Cominar*, le promoteur, avec la participation des courtiers impliqués, doit préparer et soumettre pour approbation un prospectus qui devra être conforme à la réglementation applicable, de façon à pouvoir rencontrer et satisfaire à toutes les exigences légales de divulgation pour que l'investisseur éventuel ait à sa disposition l'information la plus complète et la plus exacte possible pour prendre une décision éclairée d'investir ou non.

Chacune des analyses et vérifications mentionnées ci-dessus fera l'objet d'une divulgation précise dans le corps même du prospectus et c'est dans ce document que l'on pourra retrouver une description détaillée, non seulement des actifs qui formeront le patrimoine fiduciaire, mais également de tous les éléments qui peuvent avoir un impact quelconque sur les risques possibles de l'investissement et sur son rendement. Par ailleurs, ce document doit résumer tous les contrats importants auxquels sont parties le promoteur, le fiduciaire, le gestionnaire, les preneurs fermes et par référence les souscripteurs, de façon à divulguer avec précision les avantages que comptent retirer les participants de cette opération ainsi que les obligations que chacun prend à sa charge.

3.2.4 ACQUISITION DU PORTEFEUILLE PAR LE FIDUCIAIRE AVEC LE PRODUIT DE L'ÉMISSION ET DE LA SOUSCRIPTION DES PARTS

Une fois le visa définitif obtenu des Commissions de valeurs mobilières impliquées, il est possible de procéder à la création du FPI, c'est-à-dire à l'émission et à la souscription des parts et à l'acquisition du portefeuille immobilier et des droits afférents par le fiduciaire avec le produit de l'émission.

Cette étape peut être plus ou moins complexe, selon la nature de la structure financière mise sur pied pour la création du FPI. Selon les besoins particuliers de l'opération, il sera possible de mettre en place des financements secondaires temporaires permettant de compléter le paiement du prix convenu qui doit être versé par le fiduciaire au promoteur lors du transfert.

Intervient alors un acte de transfert au patrimoine fiduciaire du droit de propriété des biens immeubles composant le portefeuille et des autres éléments d'actifs, transfert qui doit comporter les termes, conditions et garanties convenus et dont on aura fait état dans le prospectus définitif.

Ce transfert comportera pour le promoteur des incidences fiscales importantes dont il aura dû tenir compte dans sa planification car il ne s'agira tout probablement pas d'un roulement, au sens des lois fiscales. Par ailleurs, il faudra avoir prévu que des droits de mutations immobilières seront payables à la suite de ce transfert.

3.2.5 PRISE EN CHARGE DU PORTEFEUILLE PAR LE GESTIONNAIRE

Quelle que soit la composition du portefeuille, qu'il s'agisse d'immeubles d'habitation, de centres commerciaux, de bureaux, de bâtisses industrielles ou d'hôtels, la gestion quotidienne de ces actifs immobiliers devra être dynamique. Le succès de l'investissement dépendra directement de cette gestion et de la mise en valeur du portefeuille par le gestionnaire.

Différentes structures sont possibles. Dans certains cas, la gestion du patrimoine fiduciaire peut être confiée à une société de gestion contrôlée en tout ou en partie par le promoteur, cette convention devant prévoir en détail les objectifs de gestion, la rémunération du gestionnaire et les dispositions précises permettant de régler des conflits d'intérêts possibles.

En droit civil québécois, il faut toujours être prudent lorsqu'il s'agit de délégation de pouvoirs par un fiduciaire. Au départ, c'est le fiduciaire qui est saisi du patrimoine fiduciaire et qui en a l'entière responsabilité²⁵. La possibilité de délégation par le fiduciaire est limitée par une disposition spécifique du *Code civil du Québec* qui prévoit que le fiduciaire ne peut pas déléguer généralement ses pouvoirs²⁶. Il faudra donc toujours être prudent en rédigeant les conventions de gestion entre un fiduciaire et un gestionnaire afin de préserver le contrôle ultime du fiduciaire et de limiter en conséquence les pouvoirs du gestionnaire, ce qui ne sera pas toujours facile à faire dans les circonstances ordinaires de la gestion immobilière.

25 Article 1278 C.c.Q. : « Le fiduciaire a la maîtrise et l'administration exclusive du patrimoine fiduciaire et les titres relatifs aux biens qui le composent sont établis à son nom; il exerce tous les droits afférents au patrimoine et peut prendre toute mesure propre à en assurer l'affectation.

Il agit à titre d'administrateur du bien d'autrui chargé de la pleine administration ».

26 Article 1337 C.c.Q. : « L'administrateur peut déléguer ses fonctions ou se faire représenter par un tiers pour un acte déterminé; toutefois, il ne peut déléguer généralement la conduite de l'administration ou l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire, sauf à ses coadministrateurs. Il répond de la personne qu'il a choisie, entre autres, lorsqu'il n'était pas autorisé à le faire; s'il l'était, il ne répond alors que du soin avec lequel il a choisi cette personne et lui a donné ses instructions ».

Dans le cas de *Cominar*, la fonction de gestionnaire a été conservée par le fiduciaire ou, en fait, par les fiduciaires. À cet égard, on a donc maintenu l'harmonie juridique et effective entre les différentes fonctions des fiduciaires que l'on a par ailleurs pourvus d'une « direction », selon un mode calqué de très près sur les structures de droit corporatif, les membres de cette direction étant nommés par les fiduciaires. Dans les faits, il semblerait que cette direction constitue, en quelque sorte, l'exécutif de la fiducie, que l'on envisage, sous cet angle, presque comme une personne morale. C'est ici que l'on semble s'écarter un tant soit peu de la notion de patrimoine d'affectation sans personnalité juridique et que l'on se rapproche le plus des mécanismes et structures avec lesquels nous sommes familiers dans le monde corporatif. Sans avoir pu faire une étude exhaustive de toute la documentation en place lors de la mise en œuvre de ce FPI, il m'apparaît que la formule utilisée est heureuse et atteint bien le résultat recherché, même si le langage adopté pour la rédaction de cet aspect particulier de la convention de fiducie n'est peut-être pas suffisamment adapté à la notion de fiducie telle que nous la connaissons maintenant.

4. CONCLUSION

Pour conclure, il est possible d'affirmer que l'utilisation de la fiducie qui a été faite par nos gens d'affaires et nos professionnels lors de la création d'un FPI entièrement québécois et, par la suite, l'opération financière qui a été réalisée lors de l'émission de TACH (CMBS) en ayant recours essentiellement aux principes et aux notions du droit civil du Québec, nous démontrent que les dispositions du *Code civil du Québec* en vigueur depuis le premier janvier 1994 peuvent fort bien servir de base à la mise en œuvre de transactions de titrisation qui sont à la fine pointe des techniques nouvelles mises de l'avant sur les marchés financiers internationaux.