

Les obligations à prime : un cauchemar fiscal

Texte préparé par

Éric Brassard, CPA, CA, Pl. Fin., Conseiller en placements
Miguel Yargeau, Pl. Fin., Gestionnaire de placements agréé (CIM)
David Poliquin, Conseiller en placements
Robin Lévesque, LL.B., CPA, CMA, Conseiller en placements
Vincent Bouchard, M.Fisc.

Brassard Goulet Yargeau, Services financiers intégrés
Patrimoine Dundee

Mai 2013

Les règles de conformité exigent la divulgation des informations suivantes : Éric Brassard, Martin Goulet, Robin Lévesque et David Poliquin sont Conseillers en placements inscrits auprès de Patrimoine Hollis, une société de Scotia capitaux inc. Éric Brassard est conseiller en sécurité financière inscrit auprès d'Eric Brassard inc. et auprès de Brassard Goulet Yargeau, Services financiers intégrés inc. Il est partenaire de Services d'assurances Patrimoine Hollis Ltée. Miguel Yargeau est Gestionnaire de placements agréé inscrit auprès de Patrimoine Hollis, une société de Scotia capitaux inc. et Conseiller en sécurité financière inscrit auprès de Miguel Yargeau inc., auprès d'Éric Brassard inc. et auprès de Brassard Goulet Yargeau, Services financiers intégrés inc. Il est partenaire de Services d'assurances Patrimoine Hollis Ltée. Martin Goulet est Conseiller en sécurité financière et Conseiller en assurances et rentes collectives inscrit auprès de auprès de Martin Goulet inc. et auprès de Brassard Goulet Yargeau, services financiers intégrés inc.; Il est Partenaire de Services d'assurances Patrimoine Hollis Ltée. Robin Lévesque est conseiller en sécurité financière inscrit auprès de Brassard Goulet Yargeau, Services financiers intégrés inc.

QUÉBEC

686, Grande Allée Est, bureau 100, Québec (Québec) G1R 2K5
Téléphone : (418) 682-5853 Télécopieur : (418) 682-3534
Sans frais : 1 877 682-5853

MONTRÉAL

474, McGill, 2^e étage, bureau 210, Montréal (Québec) H2Y 2H2
Téléphone : (514) 395-2020 Télécopieur : (514) 871-9947

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	3
1. LES NOTIONS DE BASE	4
2. LE PROBLÈME DE BASE DES OBLIGATIONS À PRIME	4
2.1. LES INCIDENCES FISCALES RÉELLES	4
2.2. ET LES FRAIS DE GESTION?	6
2.3. LES DIVERSES POSSIBILITÉS DE PRIX D'ACHAT (PBR)	6
2.4. AUTRES SITUATIONS	6
2.5. LES SOCIÉTÉS DE GESTION	7
2.6. LE TAUX D'IMPÔT	7
3. OÙ TROUVE-T-ON LES OBLIGATIONS À PRIME?	7
4. LES SOLUTIONS	8
4.1. QUELQUES SOLUTIONS DE RECHANGE	8
4.2. L'EFFICIENCE FISCALE GLOBALE	9
4.3. LA GESTION DES AUTRES RISQUES	10
5. CONCLUSION	11
ANNEXE 1 LES NOTIONS DE BASE	12
A1. LES OBLIGATIONS	12
A2. LA VARIATION DE LA VALEUR MARCHANDE D'UNE OBLIGATION	13
A3. LE RENDEMENT À L'ÉCHÉANCE (RÀÉ)	14
A4. LE TRAITEMENT FISCAL DES OBLIGATIONS	15
A5. LE PRIX PAYÉ (PBR) ET LA VALEUR MARCHANDE	16
ANNEXE 2 LES OBLIGATIONS A PRIME DANS UN PORTEFEUILLE NON ENREGISTRÉ (PERSONNEL OU SOCIÉTÉ DE GESTION)	17
ANNEXE 3 DES EXEMPLES PRATIQUES	18

Déni de responsabilité

Le présent article a été préparé par Éric Brassard, David Poliquin, Martin Goulet et Robin Lévesque, Conseillers en placements et par Miguel Yargeau, Gestionnaire de placements agréé, représentants inscrits auprès Patrimoine Hollis^{MC}, division de Scotia capitaux inc., membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières. Il ne constitue pas une publication officielle de Patrimoine Hollis. Les points de vue ou recommandations formulés dans le présent article sont strictement ceux des auteurs; ils n'ont pas été passés en revue ni approuvés par Patrimoine Hollis. ^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse, utilisée sous licence

Les obligations à prime : un cauchemar fiscal

RÉSUMÉ

Ce texte traite d'une situation très désavantageuse pour les investisseurs pour les années à venir. La baisse importante des taux d'intérêt au cours des dernières années a entraîné l'arrivée d'un phénomène dont les effets fiscaux sont déplorablement : les obligations à prime. Une obligation à prime est une obligation qui se transige à une valeur supérieure à sa valeur nominale, car son coupon d'intérêt est plus élevé que le rendement à l'échéance. S'il est vrai qu'il a été avantageux de détenir des obligations au cours des dernières années (qui n'étaient alors pas à prime), il faut maintenant se débarrasser des obligations à prime et ajuster la stratégie de la portion prudente des portefeuilles non enregistrés.

Une vraie pandémie! Nous les retrouvons partout, que ce soit dans un compte de courtage en détention directe, dans les comptes dits de « gestion privée » de firmes de gestion, dans les fonds communs de placement constitués en fiducie, dans les fonds négociés en bourse, ainsi que dans les fonds en gestion commune (*pool funds*) et les paniers de titres de firmes de gestion privée, de banques privées ou d'associations de professionnels.

Ce texte traite des problèmes fiscaux liés à la détention de ces titres dans un compte non enregistré (personnel ou d'une société de gestion). Ces obligations sont assujetties à une taxation extrême étant donné que les coupons sont imposés en totalité comme des revenus d'intérêt, tandis que la prime payée entraînera une perte en capital dans une proportion de 50 % seulement, cette perte étant déductible contre des gains en capital imposables. Dans ces circonstances, trois éléments fiscaux négatifs affectent le rendement net de ces obligations : 1 – l'écart entre l'imposition des intérêts et celle des gains et pertes en capital (100 % contre 50 %); 2 – le fait de payer des impôts maintenant sur les intérêts et d'obtenir la perte en capital seulement à la fin; 3 – le fait que la perte en capital soit applicable seulement contre des gains en capital sur d'autres titres (ce qui est souvent possible, mais pas toujours). La conservation de telles obligations implique des taux d'impôt marginaux astronomiques (entre 60 % et 90 % à titre d'exemple) pouvant même atteindre plus de 100 % pour les obligations à prime de courte échéance. Les obligations de courte échéance et celles dont l'écart est important entre le taux de coupon et le rendement à échéance sont les plus touchées par les désavantages fiscaux.

L'analyse de plusieurs portefeuilles montrent des rendements nets attendus anémiques qui ne justifient pas leurs risques et encore moins leurs frais de gestion. Diverses solutions sont possibles : acheter un portefeuille obligataire gérant ce phénomène (très difficile, car la plupart des obligations sont actuellement à prime) ou des obligations à coupons détachés, acheter un mandat de gestion en structure corporative qui convertit les intérêts en gain en capital, laisser l'encaisse dans un compte à intérêts élevés, acheter des certificats de placements garantis (CPG), acheter des obligations mondiales (non à prime), revoir le risque désiré et diversifier le portefeuille avec des obligations de sociétés (non à prime), des actions privilégiées, des dettes privées garanties, des stratégies alternatives axées sur la protection du capital, ou des billets structurés prudents. Au-delà de ces titres précis, c'est toute la gestion de la fiscalité des placements qui doit être revue, en lien avec la situation de l'investisseur. Cette gestion fiscale des placements est rarement effectuée. Ainsi, il est encore possible d'obtenir un rendement espéré de l'ordre de 3 % à 4 % avant impôt pour un risque comparable à un portefeuille constitué uniquement de différents types d'obligations et ce, tout en profitant d'une gestion optimale de l'impôt. Par contre, pour y arriver, il faut revoir les techniques d'investissements conventionnelles, profiter des meilleures offres sur le marché, garder constamment à l'œil la fiscalité et maintenir en tout temps une excellente diversification.

Si rien n'est fait, le rendement après impôt et après frais de gestion des détenteurs d'obligations à prime est destiné à rester à des niveaux insignifiants, nuls ou négatifs pour les prochaines années.

1. LES NOTIONS DE BASE

Afin d'alléger le texte, nous avons préféré insérer en annexe 1 la discussion sur les notions de base. Si vous connaissez bien le monde des obligations, vous pouvez vous épargner la lecture de cette annexe. Sinon, il est recommandé de la lire. Nous y traitons des principaux points suivants :

- Les caractéristiques de base des obligations (la valeur nominale, les taux de coupons, l'échéance, la valeur marchande). Une obligation qui se transige au-dessus de sa valeur nominale est une **obligation à prime**.
- La notion de rendement à l'échéance (RÀÉ) et la distinction avec le taux de coupon. Cette notion est très importante pour la suite de ce texte.
- Les raisons qui expliquent que la valeur des obligations peut fluctuer, même si elles sont émises par les gouvernements. Si les taux d'intérêt diminuent, la valeur augmente, si les taux augmentent, la valeur diminue.
- Le traitement fiscal lié aux obligations. L'intérêt est imposé annuellement à 100 %, tandis que la prime implique une perte en capital lors de la vente ou à l'échéance. Cette perte est déductible contre les gains en capital dans une proportion de 50 %.
- La notion de PBR (prix de base rajusté) et le fait que le prix d'achat initial d'une obligation n'est pas forcément égal à sa valeur nominale ou à sa valeur marchande.

2. LE PROBLÈME DE BASE DES OBLIGATIONS À PRIME

On retrouve partout des obligations à prime en raison de la baisse des taux d'intérêt. Cette baisse importante implique parfois une différence énorme entre le taux du coupon et le rendement à l'échéance (RÀÉ) de l'obligation. Les investisseurs se limitent souvent à regarder le taux du coupon et sont très heureux de constater dans leur portefeuille des obligations ayant des taux de coupons de 5 %, 6 % ou même 7 %. Pourtant, cette situation très désavantageuse n'est qu'un trompe-l'œil par rapport à la situation réelle. La raison en est simple : le taux du coupon n'est qu'une des composantes du rendement final d'une obligation, l'autre étant sa valeur marchande actuelle. Combinées à la durée restante, ces deux variables permettent le calcul du RÀÉ, la véritable mesure du rendement à considérer dans l'analyse du titre. Dans le contexte actuel, les RÀÉ avant impôt sont très bas, à des niveaux jamais vus depuis des décennies!

Pour couronner le tout, le traitement fiscal très désavantageux de telles obligations vient réduire davantage le RÀÉ réel après impôt. Il serait normal de supposer que ce rendement sera simplement amputé d'une ponction fiscale de 50 %, par exemple, le taux marginal supérieur d'impôt au Québec (49,97 % pour être exact), mais il n'en est rien. Le taux réel se situe souvent entre 60 % et 90 %, et des obligations de très courte durée restante font même l'objet d'un taux de 130 %. Dans ces conditions, n'est-il pas vraiment irrationnel de conserver de telles obligations? Pourtant, il est navrant de constater qu'elles restent très présentes dans les portefeuilles non enregistrés!

2.1. Les incidences fiscales réelles

L'annexe 2 présente graphiquement les concepts que nous expliquerons ici. Nous vous recommandons de consacrer quelques minutes à cette annexe qui facilitera la lecture du reste du document. L'analyse a trait à une obligation portant un taux de coupon de 5 %, un RÀÉ de 2,4 %, une échéance de 10 ans et une valeur marchande de 1 231 \$. Le taux d'impôt marginal de base de l'investisseur est de 49,97 %, soit le taux maximum. Les calculs de base tiennent compte d'un PBR de 1 231 \$ (le prix payé par l'investisseur). L'encadré en bas à droite de l'annexe présente les résultats pour d'autres possibilités de PBR (et pour un autre taux marginal de base que 49,97 %, soit 38,4 %).

Le RÂÉ de 2,4 % résulte de la valeur marchande de l'obligation de 1 231 \$ et de sa valeur à l'échéance de 1 000 \$. Puisque le taux de coupon de 5 % générera 50 \$ par année (500 \$ au total), il est plausible de dire qu'il restera en réalité un revenu de 269 \$ à l'échéance car, dans 10 ans, l'investisseur empochera 1 000 \$, subissant ainsi une perte en capital de 231 \$. Le calcul est simple : des intérêts de 500 \$ combinés à une perte en capital de 231 \$ donnent un gain net de 269 \$. Un calcul technique précis qui tient compte des flux monétaires réels et de la valeur de l'argent dans le temps indique que cela correspond à un rendement composé avant impôt de 2,4 % sur 10 ans (soit le RÂÉ).

Qu'advient-il du RÂÉ avant impôt une fois les effets fiscaux considérés? C'est là que le résultat devient lamentable. Nous vous invitons à consulter les calculs simplifiés en bas à gauche de l'annexe 2 que nous reproduisons partiellement ici. À des fins pédagogiques, nous montrons l'effet global sans l'encombrement des calculs techniques très précis. Le résultat des calculs précis sera fourni par la suite.

	Rendement avant impôt	Impôt	Rendement après impôt	
Revenu d'intérêts	5,0 %	(2,50 %)	2,50 %	(imposable à 49,97 %)
Perte en capital (PBR = 1 231 \$)	<u>(2,6 %)</u>	0,65 %	<u>(1,95 %)</u>	(déductible à 24,99 %)
Rendement net	<u>2,4 %</u>		<u>0,55 %</u>	(taux d'impôt réel de 77,1 %)

Au rendement déjà anémique de 2,4 % avant impôt, une ponction fiscale de 77,1 % sera appliquée, en raison du traitement fiscal différent applicable aux revenus d'intérêts et à la perte en capital. Même si le gain total ne sera que de 269 \$, il faudra néanmoins payer des impôts sur 500 \$ d'intérêts. Compte tenu d'un taux d'impôt de 50 % (49,97 %, précisément), le taux de coupon de 5 % en intérêt diminue à 2,5 % après impôt. Voilà pour la première ligne du tableau. Il faut ensuite traiter la perte en capital (deuxième ligne du tableau). Étant donné un taux de coupon de 5 % et un RÂÉ de 2,4 %, il en résulte donc une perte en capital moyenne annuelle égale à 2,6 % (ce raccourci pratique est destiné à simplifier les explications et à éviter les aspects techniques sans importance ici). Cette perte en capital permettra de réduire l'impôt sur des gains en capital réalisés par ailleurs sur d'autres titres (en supposant que cela sera possible, ce qui est souvent le cas), et elle a donc une certaine valeur fiscale. Comme les gains en capital sont imposés dans une proportion de 50 %, l'avantage fiscal devient 0,65 % (2,6 % x 50 % x 49,97 %). Après impôt, la perte en capital implique un effet négatif net de 1,95 %. En soustrayant cet apport négatif au rendement net de 2,5 % des intérêts, il reste à l'investisseur à peine un maigre 0,55 % après impôt (troisième ligne du tableau).

Le RÂÉ de 2,4 % avant impôt se traduit par un rendement de 0,55 % après impôt, ce qui représente un taux réel d'impôt de 77,1 %! S'il s'avérait impossible d'appliquer la perte en capital contre d'autres gains en capital, l'avantage fiscal de 0,65 % lié à cette perte en capital ne pourrait se réaliser, et le résultat net serait pire encore, produisant un rendement net négatif de 0,10 %! De même, si cet avantage est utilisé seulement après un délai de quelques années suivant l'échéance de l'obligation, le rendement net de 0,55 % diminuerait également.

(Remarque : l'application d'un calcul technique précis qui tient compte des impôts réellement payés à chaque année sur les flux monétaires réels montre un rendement net de 0,67 % et un taux d'impôt de 72,2 %. Le tableau ci-dessus est destiné uniquement à simplifier le calcul pour donner une bonne idée du résultat, mais ce mode de calcul comporte des limites. Le tableau en bas à droite de l'annexe 2 et l'annexe 3 présentent des résultats obtenus par des calculs précis.)

2.2. Et les frais de gestion?

Il faut ajouter cette variable! Si le conseiller ou le gestionnaire impute des frais pour cette « bonne gestion » des titres à revenus fixes, il faut soustraire ce coût (en tenant compte des impôts épargnés sur ces frais), et le rendement résiduel de l'investisseur devient insignifiant, nul ou négatif. Si vous croyez que tout cela n'est que théorie résultant de calculs complexes établis par des intellectuels coupés de la réalité, nous pouvons vous assurer qu'il n'en est rien, et que cette situation désolante se retrouve dans la quasi totalité des portefeuilles non enregistrés qui comportent une portion prudente gérée sans tenir compte de la réalité fiscale.

2.3. Les diverses possibilités de prix d'achat (PBR)

Dans l'exemple de base, nous avons tenu pour acquis que le PBR de l'obligation (le prix payé) était égal à la valeur marchande de l'obligation. Cela suppose que l'investisseur vient tout juste d'acheter cette obligation. Même si cela est possible, en réalité, la plupart des obligations à prime ont été achetées à un prix inférieur à la valeur marchande du moment. Cela ne change pas le problème en soi, mais modifie légèrement les calculs.

En raison de son PBR inférieur à la valeur marchande du moment, l'obligation ferait l'objet d'un gain en capital si elle était vendue au lieu d'être conservée jusqu'à l'échéance. En effet, pour éviter l'effet déplorable des obligations à prime, il faut les vendre. Au lieu de l'effet négatif lié à la perte en capital à l'échéance, il y aurait un effet négatif direct lié à l'impôt à payer immédiatement sur le gain en capital. L'impact négatif total correspond au même chiffre, mais son incidence plus hâtive réduit légèrement l'inconvénient « relatif » de l'obligation à prime. Le tableau en bas à droite de l'annexe 2 présente les résultats selon plusieurs niveaux de PBR. Par exemple, pour un PBR de 900 \$ (un cas extrême compte tenu du contexte) au lieu de 1 231 \$, le calcul précis du rendement net serait de 0,72 % au lieu de 0,67 %, et le taux d'impôt réel serait de 70 % au lieu de 72,2 %. Cela n'atténue pas vraiment la gravité de la situation! Bref, même s'il faut payer immédiatement des impôts, et réduire ainsi les sommes à investir dans l'achat du prochain produit, les calculs montrent que l'incidence est mineure sur le rendement futur net après impôt. Le rendement à gagner sur les sommes restantes n'est que de 0,72 % pour égaler celui des obligations à prime si on les conserve. Il vaut donc mieux vendre et payer des impôts tout de suite. Cela permet en fait de transformer des revenus d'intérêts futurs en gain en capital immédiat.

2.4. Autres situations

Le tableau de l'annexe 3 présente plusieurs autres situations qu'il est intéressant de souligner.

- Examinons l'obligation de la province de l'Ontario de la ligne 2 qui vient à échéance dans un peu moins d'un an seulement. Malgré cela, elle se transige à 1 031,60 \$ avec un RÂÉ de 1,09 %. Elle comporte un coupon de 5 %. D'ici un an, il faudra payer l'impôt sur 5 % d'intérêt et réaliser une perte en capital de 31,60 \$ pour un rendement total d'à peine 1,12 %. Après impôt, le rendement devient négatif de 0,40 %, ce qui constitue un taux d'impôt de 136,51 %! La conservation d'une telle obligation est une aberration! Le contexte de certaines obligations de courte durée est donc parfois plus lamentable que les obligations de longue durée restante, et il se dégrade encore après l'ajout des frais de gestion.
- Voyons maintenant l'obligation de la ligne 3, dont le taux de coupon est très élevé par rapport au RÂÉ. Malgré un taux de coupon aussi élevé, le rendement net de l'obligation est négatif de 0,20 % et constitue un investissement à éviter.
- Les obligations à prime ne figurent pas seulement parmi les obligations gouvernementales, mais aussi dans les obligations de société. Voir les lignes 14 à 24 du tableau.
- L'exemple de la ligne 25 ne concerne pas une obligation à prime!

2.5. Les sociétés de gestion

Dans le présent document, les calculs fiscaux ont tous été effectués en tenant pour acquis que les obligations à prime étaient détenues personnellement par des particuliers. En pratique, les portefeuilles les plus importants se retrouvent souvent dans des sociétés de gestion. Les calculs sont plus complexes, mais en substance, l'effet négatif reste sensiblement le même.

2.6. Le taux d'impôt

Nous avons appliqué le taux marginal d'impôt de base maximum du Québec (49,97 %) dans la plupart de nos analyses. Des taux plus bas ne changent pas l'effet réel des obligations à prime. Par exemple, le tableau en bas à droite de l'annexe 2 présente des cas utilisant un taux d'impôt de base de 38,4 %, et permet de constater de nouveau l'effet néfaste des obligations à prime (le taux réel dépasse alors largement 38,4 %). Nous savons que pour les personnes à revenus modestes, la hausse du revenu imposable peut à elle seule avoir des effets très graves sur les crédits sociaux-fiscaux (prestations fiscales pour enfants, crédit de TPS, etc.). Les obligations à prime aggravent cette situation.

3. OÙ TROUVE-T-ON LES OBLIGATIONS À PRIME?

Partout ou presque, les obligations à prime composent une part importante des portefeuilles prudents des investisseurs. Il n'est pas question ici de quelques dizaines de milliers de dollars, mais bien de quelques centaines de milliers ou même de millions de dollars investis dans certains portefeuilles.

Ce qui nous préoccupe avant tout, ce sont les comptes non enregistrés (personnels ou de sociétés de gestion), car c'est là que la fiscalité sévit. Leur présence est parfois douteuse aussi dans les comptes enregistrés, mais pour une raison autre que l'impôt (voir la section 4.3).

Voici où on peut les retrouver :

- Dans le compte de courtage de l'investisseur qui les détient directement (personnel ou société de gestion). Elles sont facilement décelables sur le relevé en repérant le taux du coupon. S'il est supérieur au taux du marché, il s'agit fort probablement d'une obligation à prime. La valeur marchande de l'obligation est un autre indice. Des titres ayant une valeur supérieure à 100 sont vraisemblablement des obligations à prime. Il est important aussi de considérer la durée restante. Une courte durée peut comporter des effets désastreux, tel qu'indiqué précédemment.
- Dans les comptes dits de « gestion privée » de firmes de gestion.
- Dans les paniers de titres de banques privées, de firmes de gestion privée, d'associations de professionnels, etc.
- Dans les fonds communs de placement constitués en fiducie. En plus des fonds communs traditionnels bien connus, toutes les structures suivantes sont aussi des types de fonds communs :
 - fonds en gestion commune (*pool funds*) de banques privées, de firmes de gestion privée, d'associations de professionnels, etc.
 - les caisses communes ou caisses en gestion commune de ces mêmes institutions.
- Dans les fonds négociés en bourse bien connus ou les fonds à capital fixe transigés en bourse.

Il ne faut pas confondre les obligations à prime avec les obligations à coupons détachés (voir l'annexe 1, section A4). Rappelons-nous aussi que les obligations de sociétés peuvent aussi être à prime.

La saine gestion d'un portefeuille de placement doit tenir compte des quatre variables suivantes :

1. Choisir les titres ayant le meilleur rendement ajusté au risque toléré par l'investisseur.
2. Réduire les frais de gestion le plus possible.
3. Réduire les incidences fiscales le plus possible.
4. Prendre en compte la valeur des conseils en planification financière intégrée obtenus du conseiller (ou ce qu'il faudrait payer ailleurs pour les obtenir).

Il faut évaluer ces quatre variables dans une perspective globale, tout en évitant de mettre un accent sur l'une au détriment des autres (p. ex. : les frais diminuent mais l'impôt augmente, l'impôt est réduit mais le titre est très risqué, l'impôt est réduit mais les frais sont si élevés qu'il vaut mieux payer l'impôt, etc.). Comme les relevés de placements mensuels ne tiennent pas compte des variables 3 et 4 et que parfois, même la variable 2 n'est pas toujours évidente à trouver, il est donc difficile d'établir le lien de cause à effet d'un titre sur la facture d'impôt personnel ou de la société de gestion. Bref, le taux de rendement après frais et après impôt est difficile à établir.

Les obligations à prime ont des effets perniciose difficilement décelables par le profane. Les caractéristiques qui entraînent des conséquences négatives sont contre-intuitives, étant donné qu'à première vue, il peut sembler attrayant d'avoir des titres de grande valeur marchande comportant des taux de coupons élevés.

En outre, avant d'être des obligations à prime, ces titres étaient loin de constituer une mauvaise affaire, bien au contraire. À la lumière de ce que l'on sait aujourd'hui sur la variation des taux d'intérêt et le marché des actions (du moins avant 2009), il aurait été judicieux d'investir 100 % du portefeuille de nos clients en obligations du Canada à échéance de 30 ans! Nous le savons tous, la portion à revenus fixes des portefeuilles de nos clients a produit d'excellents résultats ces dernières années. Les clients hésitent donc à vendre des titres qui ont été aussi profitables. Toutefois, il faut désormais tirer un trait sur ces obligations et s'en débarrasser, sous peine de voir disparaître graduellement année après année tous les avantages récoltés dans les années passées.

Bref, toutes ces raisons expliquent probablement en partie leur omniprésence dans les portefeuilles non enregistrés.

4. LES SOLUTIONS

Après avoir passé en revue les conséquences néfastes des obligations à prime, il faut maintenant déterminer ce qu'il faut faire du produit net obtenu de la vente des obligations à prime lorsque l'investisseur tient à conserver une portion prudente dans son portefeuille.

4.1. Quelques solutions de rechange

Nous commençons par suggérer des solutions de rechange qui ne comportent pas les inconvénients fiscaux supplémentaires des obligations à prime. Ces options ne sont toutefois pas forcément efficaces sur le plan fiscal. Nous en reparlons à la section 4.2.

Pour conserver un niveau de risque comparable à celui des obligations gouvernementales, voici les options qui s'offrent à nous :

- Dans le pire scénario, il suffit de mettre les sommes dans un compte bancaire à intérêts élevés. Au moment d'écrire ces lignes, un taux de 1,55 % est offert sans risque, sans échéance précise, ni aucune contrainte en matière de retraits. Après impôt, le rendement résiduel est de

0,78 %. Un piètre résultat mais qui est déjà mieux que bien des obligations à prime et qui ne comporte aucun risque (dont le risque lié à la durée discuté à la section 4.3).

- Le certificat de placement garanti (CPG). Un choix qui reste valide, même s'il a fait l'objet de ridicule dans le passé. Au moment d'écrire ces lignes, il est possible d'obtenir un taux de 2,5 % sur une période de 3 ans (en plus d'une garantie de la Société de l'assurance dépôt du Canada qui en fait un équivalent gouvernemental en matière de risque de crédit). Son RÂÉ est égal ou supérieur à celui de plusieurs obligations gouvernementales mais en plus, il ne présente aucun inconvénient fiscal supplémentaire. Le taux marginal d'impôt maximum de 50 % reste à 50 %. Après impôt, le rendement est de 1,25 %.
- Les obligations récemment émises sur le marché dont le taux de coupon est bas et près du RÂÉ (comme celle de la ligne 25 de l'annexe 3). Il faut éviter les obligations dont le taux de coupon est bien supérieur au RÂÉ. C'est là que se situe le problème fiscal (par exemple, les obligations des lignes 3, 6, 15 et 19 de l'annexe 3).
- Les obligations à coupons détachés. Elles n'ont pas les inconvénients fiscaux supplémentaires des obligations à prime (voir la section 4A de l'annexe 1).

Pour un niveau de risque différent de celui des obligations gouvernementales, mais quand même prudent, plusieurs options sont offertes sur le marché.

- Les obligations de sociétés de bonne qualité (en évitant les obligations à prime), y compris certaines stratégies à taux variable.
- Les obligations mondiales de pays développés et émergents (gouvernementales ou de sociétés, toujours en évitant les obligations à prime).
- Les actions privilégiées.
- Les dettes privées garanties.
- Certaines stratégies alternatives axées sur la protection du capital.
- Certains billets structurés prudents.
- Les obligations de sociétés à haut rendement (en évitant les obligations à prime), y compris certaines stratégies de prêts bancaires à taux variables, peuvent être proposées comme solution potentielle partielle. Il faut toutefois être prudent car leur profil de risque passé est comparable à celui du marché des actions.

Ce vaste sujet donne lieu depuis quelques années à de nombreux tracas pour gérer la portion prudente des portefeuilles des clients, compte tenu des rendements anémiques offerts sur le marché. Il faut saisir toutes les occasions de gagner quelques points de base en rendement, en tenant compte du risque toléré par le client ainsi que de la fiscalité qui gruge une portion importante du rendement.

4.2. L'efficacité fiscale globale

Les options présentées dans la section 4.1 permettent d'éviter des problèmes fiscaux supplémentaires liés aux obligations à prime, mais elles ne sont pas forcément des options efficaces globalement sur le plan fiscal. Ce vaste sujet ferait l'objet d'un texte beaucoup plus volumineux pour traiter de toutes les subtilités qui s'y rattachent.

Au-delà de ces titres précis, c'est toute la gestion de la fiscalité des placements qui doit être revue, en lien avec la situation de l'investisseur. En fait, il est très rare que les portefeuilles fassent l'objet d'une véritable gestion de la fiscalité, comme en témoigne l'omniprésence des obligations à prime. La gestion est souvent effectuée à l'écart, très loin de la réalité du client. Souvent, le gestionnaire ne fait aucune différence entre les titres détenus dans des régimes enregistrés par rapport aux titres assujettis

à l'impôt. Globalement le risque fiscal n'est pas géré. Voici quelques-unes des faiblesses de gestion systématiquement présentes :

- En général, il n'y a aucun effort pour transformer les revenus d'intérêts en gain en capital. Malgré les changements en vigueur depuis le dernier budget fédéral de mars 2013, il existe encore des moyens faciles d'effectuer une telle transformation. Les gestions à structure corporative sont un moyen d'atteindre cet objectif. Elles permettent aussi de transformer les dividendes déterminés et les revenus étrangers en gain en capital. Elles permettent également de différer l'impôt sur le gain en capital jusqu'au retrait.
- Règle générale, l'optimisation fiscale des différents véhicules de placement (REÉR, RRI, CELI, CRI, REEE, société de gestion, compte personnel, etc.) n'est pas prise en compte. Trop souvent, n'importe quel titre est investi dans n'importe quel plan sans réflexion préalable. Il faut savoir notamment qu'il vaut mieux consacrer aux REÉR la portion plus conservatrice du portefeuille (et au RRI la plus conservatrice de toute), tandis que la portion plus audacieuse convient mieux dans les CELI. Pour un investisseur dont le profil est 50-50 par exemple, ce profil est attribué indistinctement à tous les plans, sans vue d'ensemble et sans chercher à en optimiser l'efficience.
- En général, les coûteux dividendes étrangers ne font l'objet d'aucune préoccupation particulière dans le choix du titre ou dans le véhicule à utiliser. La gestion de la récupération des retenues d'impôt et du crédit d'impôt étranger n'est pas effectuée.
- L'incidence de la détention de titres étrangers sur les droits successoraux de certains pays (notamment des États-Unis) n'est en général pas traitée.
- Dans le cas de polices d'assurance vie permanentes détenues par un investisseur, il est rare que ce placement successoral soit intégré dans l'ensemble de la stratégie et qu'il fasse l'objet d'une optimisation fiscale.
- La façon de tirer parti de certaines incohérences du marché dans la déductibilité des frais de gestion n'est généralement pas prise en compte.

À l'ensemble de ces faiblesses de la gestion fiscale s'ajoute l'absence de prise en compte des conséquences fiscales des placements sur la rémunération annuelle de l'actionnaire actif, sur les revenus d'un retraité ou sur les crédits sociaux-fiscaux pour les personnes ayant des revenus moyens ou modestes.

4.3. La gestion des autres risques

Nous n'insistons pas sur ce volet dans le présent texte dont l'objectif est tout autre. Comme nous l'indiquons dans la section 3 ci-dessus, quatre variables doivent être considérées dans la gestion d'un portefeuille. La première est de s'assurer que les titres choisis permettent d'obtenir le meilleur rendement ajusté au risque toléré par l'investisseur. Les risques assumés doivent être rémunérés convenablement. Dans le cas de la plupart des obligations, à prime ou non, le rendement potentiel est faible par rapport au risque assumé, notamment le risque de durée qui est bien réel aujourd'hui, compte tenu de la hausse prévisible des taux d'ici quelques années. Plus la durée est longue et plus ce risque est élevé. Dans ce contexte, il peut être douteux de conserver des obligations, à prime ou non, même dans un régime enregistré comme le REÉR. Les obligations corporatives, à prime ou non, comporte en plus le risque de crédit. L'investisseur doit déterminer s'il désire vraiment prendre ce risque afin d'obtenir éventuellement un rendement légèrement supérieur à celui généré par les simples comptes de banque à intérêts élevés ou les CPG. Une réflexion s'impose donc sur l'ensemble de la composition de la portion plus prudente du portefeuille. Ce vaste sujet déborde du cadre du présent document.

5. CONCLUSION

La gestion de la portion prudente du portefeuille d'un client est très complexe compte tenu du contexte particulier actuel des taux d'intérêt. Ce contexte a favorisé la présence d'obligations à prime dans presque tous les portefeuilles non enregistrés des investisseurs. Ce type d'obligation a des effets fiscaux déplorable qu'il est important de comprendre. Après l'impôt et les frais de gestion, le rendement en poche de l'investisseur devient insignifiant, nul ou négatif. Les taux d'impôt implicites peuvent atteindre des niveaux aussi élevés que 70 %, 80 %, 90 % et même parfois plus de 100 %. L'analyse de plusieurs portefeuilles montrent des rendements nets attendus anémiques qui ne justifient pas leurs risques et encore moins leurs frais de gestion. Non seulement la plupart des investisseurs ignorent cette situation, mais bien souvent, les acteurs de l'industrie font preuve d'une incompréhension du concept et parfois même d'un laisser-aller inadmissible compte tenu des résultats qui laissent peu de place à l'interprétation.

Il faut mentionner que tout n'est pas perdu et qu'une bonne stratégie permet de mieux tirer son épingle du jeu. Ainsi, il est encore possible d'obtenir un rendement espéré de l'ordre de 3 % à 4 % avant impôt avec un risque comparable à un portefeuille constitué uniquement de divers types d'obligations et ce, tout en profitant d'une gestion optimale de l'impôt. Par contre, pour y arriver, il faut revoir les techniques d'investissements conventionnelles, profiter des meilleures offres sur le marché, garder constamment à l'œil la fiscalité et maintenir en tout temps une excellente diversification de portefeuille.

ANNEXE 1 LES NOTIONS DE BASE

Vous trouverez dans cette annexe certaines notions de base en matière d'obligations. Nous prévenons toutefois les spécialistes que nous avons volontairement évité de nombreuses nuances techniques et pratiques afin de ne pas alourdir le texte.

A1. Les obligations

Les obligations sont des titres de créances émis par les différents paliers de gouvernement et par les sociétés en vue de financer leurs activités. Ces titres sont d'abord vendus sur le marché primaire par l'émetteur avant d'être transigés sur le marché secondaire pendant leur durée de vie. Ils comportent les caractéristiques suivantes :

- **Le principal** : la valeur nominale de la créance, souvent de 1 000 \$, qui sera remboursée à l'échéance.
- **Le taux d'intérêt nominal ou taux de coupon** : le taux d'intérêt versé par le créancier au détenteur du titre. Le paiement se fait le plus souvent semestriellement. Par exemple, un taux de coupon de 5 % procurera un revenu de 50 \$ par année au détenteur d'une obligation de 1 000 \$.
- **L'échéance** : le moment où l'émetteur devra rembourser le principal de la dette au détenteur de l'obligation (par exemple dans 10, 20 ou 30 ans). Sur le marché secondaire, toutes les échéances sont possibles, à peu de chose près. Par exemple, l'obligation émise pour 30 ans l'année dernière a une échéance restante de 29 ans cette année.
- **La valeur au marché** : le montant à payer pour l'achat d'une obligation (ou le montant encaissé pour la vente). Cette valeur s'exprime à l'aide d'un facteur lié au chiffre 100, où 100 est égal au principal de la dette. Une obligation qui se transige au-dessus de sa valeur nominale est une **obligation à prime**. Par exemple, pour une valeur au marché de 1 030 \$, l'obligation est à 103 \$. Une obligation dont la valeur au marché est de 980 \$ est une **obligation à escompte** qui se transige à 98 \$. Les obligations à escompte sont plutôt rares ces temps-ci!
- **Le rendement à l'échéance (RÀÉ)** : le rendement qu'il reste à obtenir d'ici l'échéance pour le détenteur de l'obligation, en tenant compte de la valeur au marché de l'obligation. Nous expliquons plus en détail cette notion ci-dessous.

Par exemple, nous dirons d'une obligation du gouvernement du Canada qu'elle a une échéance de 10 ans, avec un coupon de 5 %, un taux de rendement à l'échéance de 2,4 % et une valeur de 123,1 \$ (la valeur marchande étant de 1 231 \$).

D'autres nuances théoriques et pratiques s'appliquent aux obligations, mais elles ne sont pas nécessaires à la compréhension du concept à démontrer dans ce texte.

A2. La variation de la valeur marchande d'une obligation

Une obligation est le plus souvent émise à 1 000 \$. À l'échéance, le même montant de 1 000 \$ sera remboursé par l'émetteur. Ainsi, au tout début et à la toute fin, sa valeur marchande est de 1 000 \$. Toutefois, entre l'émission et le remboursement, cette valeur fluctuera en fonction des taux d'intérêt du marché. Lorsque les taux diminuent, la valeur augmente et inversement, lorsque les taux augmentent, la valeur diminue. Même si l'application de ce mécanisme nécessite un calcul quelque peu complexe et des connaissances en mathématiques financières, le concept est toutefois assez simple à comprendre.

Prenons l'exemple de l'investisseur A qui achète une nouvelle obligation émise à 1 000 \$ dont le taux d'intérêt est de 5 % avec une échéance de 10 ans. Une fois émise, cette obligation pourra être transigée sur le marché secondaire, et l'investisseur A n'aura pas forcément à attendre 10 ans pour récupérer son placement. Il devra toutefois tolérer une certaine volatilité dans la valeur marchande de son titre s'il ne veut pas attendre la fin des 10 ans.

- Si les taux se maintiennent à 5 %, la valeur de l'obligation sur le marché restera toujours de 1 000 \$.
- Supposons toutefois qu'au cours de la première année, les taux diminuent à 4 %. Un investisseur B qui veut acheter une nouvelle obligation n'obtiendra que 4 % de rendement sur son investissement. Cet investisseur B serait donc intéressé à acheter l'obligation à 5 % détenue par l'investisseur A. Si les marchés financiers n'étaient pas cohérents, il pourrait payer 1 000 \$ à l'investisseur A pour obtenir une obligation lui rapportant 5 % au lieu de 4 %. Mais l'investisseur A n'est pas dupe. Il sait que l'obligation acquise a été un bon placement qui lui procurera un revenu d'intérêt de 5 % au lieu de 4 % s'il avait attendu un an. Pour tirer profit de sa bonne décision, il pourrait vendre son obligation à un prix supérieur à 1 000 \$. Un calcul technique basé sur les mathématiques financières indique que la valeur marchande est de 1 074,35 \$. L'investisseur A aura donc fait un gain en capital de 74,35 \$ durant la première année, en plus d'avoir encaissé 50 \$ d'intérêt. Voilà une bonne affaire! Pour l'investisseur B, un calcul technique précis (voir la section A3 sur le RÂÉ) montre que le fait de payer 1 074,35 \$ pour cette obligation lui donnera un rendement de 4 % au cours des 9 prochaines années, le même qu'il aurait obtenu pour une nouvelle obligation de 1 000 \$ de 10 ans à 4 %. Les marchés sont cohérents!
- Supposons maintenant que les taux d'intérêt ont augmenté de 1 % au lieu de diminuer. Le même raisonnement s'applique, sauf que l'investisseur A subira une perte de valeur au lieu d'un gain. La valeur marchande de l'obligation sera de 931,98 \$. Pour l'investisseur B, le fait de payer 931,98 \$ pour cette obligation lui donnera un rendement de 6 % au cours des 9 prochaines années, le même qu'il aurait obtenu pour une nouvelle obligation de 1 000 \$ de 10 ans à 6 %.

La compréhension de ce concept de variation de la valeur marchande nous permet de mieux saisir les faits suivants :

- À titre d'exemple, même si les obligations du Canada sont jugées très sûres par les investisseurs, il n'en demeure pas moins que leur valeur peut varier dans le temps. Si l'investisseur tient à conserver son titre jusqu'à l'échéance, les variations annuelles ne le préoccuperont peut-être pas, mais s'il doit vendre entre-temps, il devra aussi réaliser un gain ou une perte en capital. S'il ne comprend pas clairement cette notion, l'investisseur qui constate sur son relevé annuel une valeur inférieure à 1 000 \$ pour les obligations qu'il a achetées à 1 000 \$ risque de se poser des questions. Certains auront sans doute des surprises au cours des prochaines années si les taux d'intérêt devaient augmenter.

- Nous savons tous qu'au cours des quatre ou cinq dernières années, les taux d'intérêt ont connu des baisses substantielles (même si, en fait, ils sont en chute depuis 1982). Cette baisse a entraîné des gains très importants pour les détenteurs de ces titres. À titre d'exemple, les obligations gouvernementales de 10 ans ont généré un rendement de plus de 15 % en 2008. Ce rendement ne résulte pas d'une décision du gouvernement canadien de verser 15 % d'intérêt sur ces obligations, mais en grande partie de la baisse des taux d'intérêt et du gain en capital qui en découle pour les détenteurs de telles obligations.
- L'erreur d'une foule d'investisseurs consiste à regarder le passé pour décider d'investir dans de tels titres en raison des excellents rendements qu'ils ont générés. La prudence s'impose, car ce rendement résulte en grande partie d'une baisse passée des taux. Il est toutefois évident que cette baisse ne pourra plus se produire, du moins pas de cette envergure. C'est plutôt une hausse qui nous guette dans les prochaines années. Nous pouvons aussi malheureusement constater les publicités de certains promoteurs qui mettent en lumière les rendements passés de leur gestion des obligations sans mettre en garde les lecteurs qu'il est pratiquement impossible de répéter ces exploits.
- Il est à noter que ce qui est vrai pour les obligations s'applique aussi à la plupart des actifs. Une forte proportion de la hausse du marché immobilier est due aussi à la baisse des taux d'intérêt. Même si ce facteur n'est évidemment pas le seul en cause, il est bon de mettre l'ensemble des facteurs en perspective dans l'évaluation du rendement potentiel futur de ce marché.

A3. Le rendement à l'échéance (RÀÉ)

Le rendement à l'échéance (RÀÉ ou *yield to maturity* ou *YTM*, en anglais), tout comme la fiscalité, est un facteur très important à considérer dans la gestion des obligations, plus encore que le taux de coupon. Il s'agit du rendement qu'il reste à gagner jusqu'à l'échéance de l'obligation.

Prenons la situation suivante : une obligation du Canada de 10 ans, dont la valeur nominale est de 1 000 \$, et la valeur au marché de 1 271 \$, portant un coupon de 5 % et un rendement à l'échéance de 2 %. Nous avons choisi un exemple simple dont les chiffres ont été arrondis pour faciliter la lecture du texte, mais qui reste très près de la réalité. Le 2 mai 2013, sur le marché obligataire, une obligation fédérale canadienne avait les caractéristiques suivantes : échéance le 1^{er} juin 2023, coupon de 8 %, valeur de 158,78 \$ et RÀÉ de 1,64 %. Vous avez bien lu : une telle obligation rapportera à peine 1,64 % avant impôt sur 10 ans.

Comment s'explique la différence entre le taux de coupon et le RÀÉ? Le calcul du rendement d'une obligation comporte deux composantes : le taux de coupon et le gain ou la perte en capital. Le rendement ne se limite pas aux intérêts gagnés annuellement, comme nous l'avons indiqué dans la section précédente.

Une obligation de 10 ans tout juste émise à 1 000 \$, avec un coupon de 5 % par année aura un RÀÉ de 5 %. Durant les 10 prochaines années, le détenteur encaissera 50 \$ par année et à l'échéance, il récupérera le capital de 1 000 \$. Au total il aura réalisé un gain de 500 \$ sur 10 ans. Dans ce cas simple, le RÀÉ et le taux du coupon sont semblables.

Par contre, si la valeur au marché est de 1 271 \$ pour une obligation de 10 ans dont le principal est de 1 000 \$ et le coupon de 5 %, l'acheteur ne fera pas 500 \$ de profit au cours des 10 prochaines années, mais bien 229 \$. Il recevra chaque année 50 \$ d'intérêt durant 10 ans, mais à l'échéance, il n'encaissera que 1 000 \$ au lieu des 1 271 \$ payés à l'achat. Il aura donc une perte en capital de 271 \$. Le gain net sera de 229 \$ (500 \$ – 271 \$). Le RÀÉ sera de 2 %, même si le taux de coupon est de 5 %.

En fait, grâce à la baisse des taux d'intérêt, le gain qui en résulte procure « d'avance » à l'investisseur des intérêts de 271 \$ encaissables immédiatement, au lieu d'attendre quelques années pour les empocher. Ce revenu équivaut à obtenir d'avance 5 ½ ans d'intérêt ($50 \$ \times 5,5 = 275 \$$). Ce gain appartient à l'investisseur, et il lui suffit de vendre l'obligation sur le marché. Nous verrons ci-dessous que, par surcroît, le gain en capital est imposable dans une proportion de 50 %, tandis que l'intérêt est imposable à 100 %. En plus de les encaisser d'avance, l'investisseur transforme ces intérêts en gain en capital. Par contre, en décidant de conserver son obligation, l'investisseur accepte le fait de détenir un titre dont la valeur de 1 271 \$ diminuera avec certitude à 1 000 \$ d'ici 10 ans.

A4. Le traitement fiscal des obligations

Le traitement fiscal des obligations est relativement simple, mais il comporte des particularités importantes très lourdes de conséquences.

Les traitements fiscaux indiqués ci-dessous s'appliquent à des titres détenus dans des véhicules de placement non enregistrés (par exemple, dans une société de gestion ou personnellement). S'il est question de placements détenus dans des régimes enregistrés (REÉR, FERR, CELI, CRI, FRV, RE-EE, etc.), ces modalités ne s'appliquent pas.

- Les intérêts gagnés : ils sont imposables à 100 % annuellement (pour les obligations à prime et pour les obligations à escompte, avec quelques nuances techniques liées aux intérêts courus¹). Pour les obligations à coupons détachés (voir ci-dessous), l'intérêt est imposé annuellement même si l'encaissement a lieu à l'échéance de l'obligation.
- La prime : la différence entre le prix payé pour l'obligation et la somme encaissée lors de sa vente (ou à son échéance) correspond à une perte en capital pouvant être reportée contre un gain en capital (3 ans rétroactivement et sans limite prospectivement). Puisque les gains en capital sont imposables dans une proportion de 50 %, la valeur de la perte en capital est donc de 50 % (toujours en supposant qu'elle pourra annuler un gain en capital passé ou futur, ce qui est souvent le cas). Dans l'exemple ci-dessus, la perte en capital serait de 271 \$ (soit le prix payé de 1 271 \$ moins la valeur à l'échéance de 1 000 \$), dont un montant de 135 \$ ($271 \$ \div 2$) serait éventuellement déductible contre des gains en capital imposables.

(Remarque à l'intention des spécialistes : Pour ceux qui sont familiarisés avec ces notions, notez qu'il n'est pas possible pour un « investisseur » (personnel ou société de gestion) d'amortir au niveau fiscal la prime sur la durée de l'obligation et de réduire l'amortissement annuel contre le revenu d'intérêt régulier. À ce sujet, vous pouvez consulter les sources suivantes : ARC, Bulletin d'interprétation IT-114, « Rabais, primes et gratifications relatives aux titres qui constituent une dette » (3 août 1973) [Annulé]; Revenu Québec, Guide IN-120, « Gains et pertes en capital » (section 4.3); ARC, Interprétation technique 2006-0180221E5, « Bond at a premium » (29 juin 2006) (taxnet.pro, ARC Views); ARC, Interprétation technique 2004-0074381E5, « Créance : Calcul des intérêts » (31 mai 2004) (taxnet.pro, ARC Views); Table ronde sur la fiscalité des stratégies financières et des instruments financiers – Montréal, Association de planification fiscale et financière 2006 – Question 4. Notez que des structures telles que les fonds communs de placement et les fonds négociés en bourse (*ETF*) ne peuvent non plus amortir la prime, car elles ne sont pas des « négociants ou des courtiers en valeur ». Notez également que les traitements comptables et fiscaux sont souvent différents dans une même entité.)

¹Al. 12(1)c); par. 12(3) et (4) L.I.R.

- L'escompte : le principe est le même que celui qui s'applique à la prime, sauf qu'il s'agit ici d'un gain en capital au lieu d'une perte en capital, en raison du prix payé inférieur au montant encaissé lors de la vente (ou à l'échéance). Cette situation est plus rare de nos jours! Cette règle fiscale s'applique toutefois aux obligations à escompte, différentes des obligations à coupons détachés dont nous discuterons ci-dessous. Il s'agit donc d'obligations comportant un encaissement régulier d'intérêt et un remboursement du capital à l'échéance.
- Les obligations détachées : Il est utile de connaître la notion d'« obligations à coupons détachés » même si elle n'est pas absolument nécessaire à la compréhension du présent texte. Une obligation à coupons détachés ne donne droit à aucun versement d'intérêt pendant sa durée de vie et confère uniquement au titulaire le droit au remboursement de la valeur nominale à l'échéance. Une obligation à coupons détachés se négocie assurément à escompte. Le rendement correspond à la différence entre le prix d'achat et la valeur à l'échéance. Les coupons d'intérêt sont matériellement détachés du principal et négociés comme des titres distincts. L'obligation à coupons détachés comporte des coupons vendus séparément à escompte. Par exemple, une obligation à coupons détachés d'une durée de dix ans portant un RAÉ de 5 % se vendra 61,03 \$ et vaudra 100 \$ à l'échéance. Durant les 10 années, le détenteur n'encaissera aucune somme en intérêt. À l'échéance, il encaissera 100 \$ et réalisera alors « officiellement » son profit de 38,97 \$ (100 \$ – 61,03 \$). Sur le plan fiscal, ces obligations font l'objet d'une imposition annuelle à titre de revenu d'intérêt², comme si le titulaire percevait des intérêts et même s'il n'encaisse rien avant l'échéance du titre. Il doit donc déterminer la portion du revenu d'intérêt obtenue chaque année (calculs financiers à effectuer)³. Il est donc important de savoir que, même s'ils se transigent à escompte, ces titres feront l'objet d'un traitement fiscal différent du gain en capital des obligations à escompte dont il a été question ci-dessus⁴. Même si elles ne sont pas très avantageuses sur le plan fiscal, ce type d'obligation implique malgré tout des effets fiscaux moins néfastes que les obligations à prime.

A5. Le prix payé (PBR) et la valeur marchande

Dans les sections précédentes de la présente annexe, nous avons tenu pour acquis que le prix payé pour l'obligation était égal à sa valeur marchande. En pratique c'est rarement le cas. Par exemple, une obligation dont la valeur nominale est de 1 000 \$ peut avoir été acquise à 1 100 \$ il y a deux ans, avoir une valeur marchande de 1 271 \$ aujourd'hui et une échéance de 10 ans encore. En cas de vente immédiate, elle donnera lieu à un encaissement de 1 271 \$, et à un gain en capital de 171 \$ seulement (1 271 \$ – 1 100 \$), au lieu de 271 \$. Si l'obligation est conservée jusqu'à l'échéance, une perte en capital de 100 \$ sera réalisée (1 000 \$ – 1 100 \$).

Le prix payé pour l'obligation est appelé le prix de base rajusté ou PBR. Dans toutes les analyses de ce document, nous avons toujours tenu compte de cette nuance entre le PBR, la valeur marchande et la valeur à l'échéance.

² Par. 12(9) L.I.R.

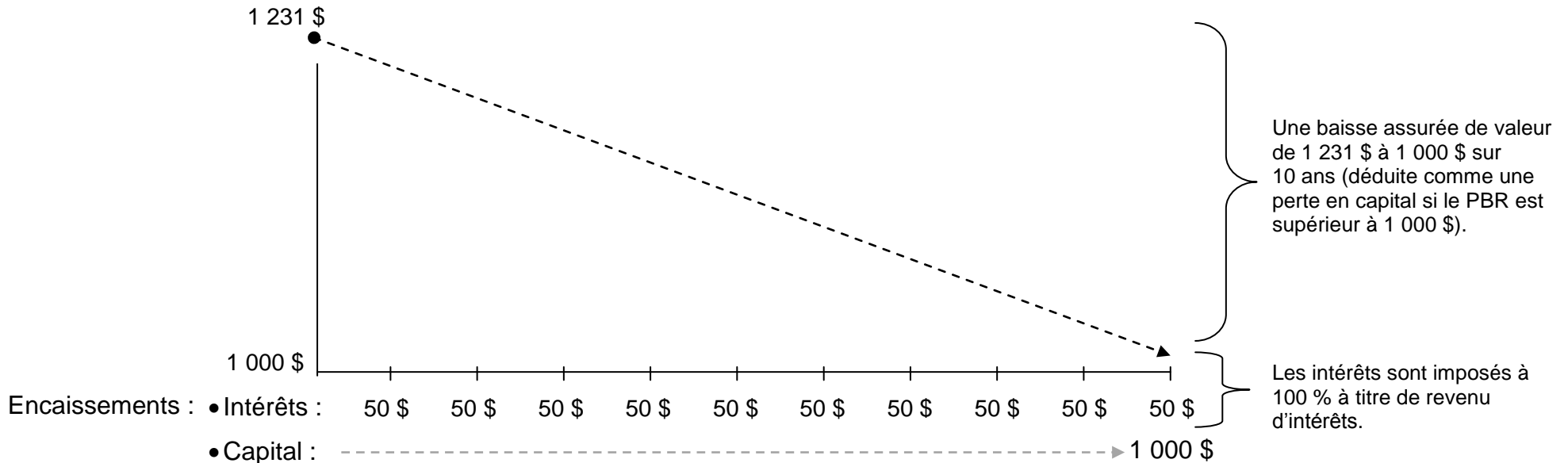
³ Règlement par. 7000(2) L.I.R.

⁴ Des règles spéciales s'appliquent au calcul du PBR de ce type d'obligation lors de la vente. Al. 53(1)g) L.I.R.

ANNEXE 2

Les obligations à prime dans un portefeuille non enregistré (personnel ou société de gestion)

Obligations : Valeur nominale : 1 000 \$ Échéance : 10 ans Taux du coupon : 5 % Valeur marchande : 1 231 \$ PBR : 1 231 \$
 Rendement à l'échéance : 2,4 % (pour un investissement de 1 231 \$, on encaissera 10 fois 50 \$ et 1 000 \$ à l'échéance)



Le placement rapporte 5 % en intérêts (imposés à 100 %) mais il entraînera une perte en capital de 2,6 % (déductible à 50 %) pour un rendement net de 2,4 %.

	Rendement avant impôt	Impôt	Rendement après impôt	
Revenu d'intérêts	5,0 %	(2,50 %)	2,50 %	(imposable à 49,97 %)
Perte en capital (PBR = 1 231 \$)	<u>(2,6 %)</u>	0,65 %	<u>(1,95 %)</u>	(déductible à 24,99 %, en supposant une utilisation immédiate)
Rendement net	<u>2,4 %</u>		<u>0,55 %</u>	Taux d'impôt réel de 77,1 %
			<small>0,67 % (avec calcul précis)</small>	<small>72,2 % (avec calcul précis)</small>

Autres options pour la même obligation (ayant toujours une JVM de 1 231 \$)				
Divers niveaux de prix payé (PBR) pour l'obligation	Taux d'impôt marginal de base de 49,97 %		Taux d'impôt marginal de base de 38,40 %	
	Taux de rendement après impôt	Taux réel d'impôt	Taux de rendement après impôt	Taux réel d'impôt
1 231 \$	0,67 %	72,2 %	1,06 %	55,8 %
1 100 \$	0,69 %	71,4 %	1,09 %	54,8 %
1 000 \$	0,70 %	70,7 %	1,10 %	54,0 %
900 \$	0,72 %	70,0 %	1,12 %	53,2 %

**ANNEXE 3
DES EXEMPLES PRATIQUES**

(avec un taux marginal d'impôt de base de 49,97 %)

Numéros	Dates actuelles	Émetteurs	Cusip	Échéances	Valeurs marchandes	Taux de coupons	Rendements à l'échéance	Taux d'impôt réel en %	Rendements après impôt et avant frais de gestion
1	10-mai-13	Exemple	S/O	10-mai-23	123,09 \$	5,00 %	2,40 %	72,17 %	0,67 %
2	10-mai-13	Ontario	683234UF3	08-mars-14	103,16 \$	5,00 %	1,09 %	136,51 %	(0,40 %)
3	10-mai-13	Canada	135087UT9	08-mai-23	156,83 \$	8,00 %	1,77 %	110,10 %	(0,20 %)
4	10-mai-13	Canada	135087YQ1	01-juin-41	130,70 \$	4,00 %	2,49 %	60,39 %	0,99 %
5	10-mai-13	N.-Brunswick	642866FT9	04-févr-15	105,54 \$	4,50 %	1,25 %	111,94 %	(0,15 %)
6	10-mai-13	N.-Brunswick	642866EQ6	27-déc-17	118,44 \$	6,00 %	1,83 %	99,63 %	0,01 %
7	10-mai-13	Québec	74814ZEE9	01-déc-19	114,17 \$	4,50 %	2,18 %	73,59 %	0,58 %
8	10-mai-13	Manitoba	563469TR6	01-déc-21	111,20 \$	3,85 %	2,41 %	63,41 %	0,88 %
9	10-mai-13	C.-Britannique	110709EJ7	19-nov-27	136,14 \$	6,15 %	3,05 %	67,80 %	0,98 %
10	10-mai-13	Québec	748148RL9	01-déc-36	133,91 \$	5,75 %	3,60 %	59,05 %	1,48 %
11	10-mai-13	C.-Britannique	1107098Y1	18-juin-42	115,39 \$	4,30 %	3,46 %	53,77 %	1,60 %
12	10-mai-13	Trois-Rivières	89689HTF0	20-avr-14	102,51 \$	4,65 %	1,92 %	84,52 %	0,30 %
13	10-mai-13	Deux-Montagnes	251913BR9	06-oct-14	101,65 \$	3,20 %	2,00 %	64,81 %	0,70 %
14	10-mai-13	CIBC	13591ZKY5	23-janv-14	102,52 \$	4,95 %	1,29 %	119,05 %	(0,25 %)
15	10-mai-13	Loblaw	53947ZAG2	03-mars-14	103,44 \$	6,00 %	1,66 %	113,07 %	(0,22 %)
16	10-mai-13	CIBC	13591ZQC7	22-déc-14	105,18 \$	4,75 %	1,48 %	102,77 %	(0,04 %)
17	10-mai-13	RioCan	766910AR4	26-janv-16	106,23 \$	4,50 %	1,13 %	76,46 %	0,50 %
18	10-mai-13	BMO	063679EB6	10-mars-16	103,70 \$	3,10 %	1,76 %	68,52 %	0,55 %
19	10-mai-13	Shaw	82028KAM3	02-mars-17	112,21 \$	5,70 %	2,33 %	82,61 %	0,41 %
20	10-mai-13	BMO	063671RH6	17-juil-17	113,43 \$	5,45 %	2,09 %	86,16 %	0,29 %
21	10-mai-13	Bell	07813ZAY0	16-mars-18	109,55 \$	4,40 %	2,31 %	70,71 %	0,68 %
22	10-mai-13	Can. Pow. In.	14043ZAC6	21-févr-19	105,05 \$	4,85 %	3,86 %	55,52 %	1,72 %
23	10-mai-13	Emera	29087ZAC1	02-déc-19	111,08 \$	4,83 %	2,96 %	63,74 %	1,07 %
24	10-mai-13	Transcanada	89353ZAU2	15-janv-27	139,38 \$	7,31 %	3,63 %	67,08 %	1,20 %
25*	10-mai-13	Alberta	013051DJ3	15-juin-18	99,28 \$	1,60 %	1,76 %	48,01 %	0,91 %

*Cette obligation n'est pas une obligation à prime.