

2013RP-09

**Financement de l'économie sociale au Québec :
Estimation de la taille du marché & nouvelles idées**

*Bryan Campbell, Laurence Allaire, Robert Normand,
Lydia Yakonowsky*

Rapport de projet
Project report

Montréal
Avril 2013

La collecte d'information et de données a été complétée en mars 2011

© 2013 Bryan Campbell, Laurence Allaire, Robert Normand et Lydia Yakonowsky. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©. *Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source*



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

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

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

Les partenaires du CIRANO

Partenaire majeur

Ministère de l'Enseignement supérieur, de la Recherche, de la Science et de la Technologie

Partenaires corporatifs

Autorité des marchés financiers
Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Banque Scotia
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Financière Sun Life, Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Investissements PSP
Ministère des Finances du Québec
Power Corporation du Canada
Rio Tinto Alcan
State Street Global Advisors
Transat A.T.
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

ISSN 1499-8610 (Version imprimée) / ISSN 1499-8629 (Version en ligne)

Financement de l'économie sociale au Québec : Estimation de la taille du marché & nouvelles idées

Bryan Campbell¹, Laurence Allaire², Robert Normand³, Lydia Yakonowsky⁴

Sommaire exécutif

Contexte

En 1996, le gouvernement du Québec a invité des acteurs de la société civile, des dirigeants de grandes entreprises et syndicaux, ainsi que des représentants de mouvements sociaux et communautaires à se réunir dans le cadre du sommet sur l'économie et l'emploi, afin de trouver des stratégies permettant d'améliorer le développement économique et l'emploi au Québec. Dans le cadre du sommet, un groupe de travail sur l'économie sociale a été mis en place afin d'évaluer le potentiel du secteur solidaire au Québec. Pendant deux années suivant le sommet, le groupe de travail a poursuivi ses activités d'analyse et de promotion. En avril 1999, il s'est regroupé sous le Chantier de l'économie sociale et fondé comme structure permanente.

Depuis ce sommet, de nombreux organismes ont vu le jour : entre autres, le Réseau d'investissement du Québec, fondé en 1997, un fonds d'investissement dédié aux entreprises d'économie sociale; les centres locaux de développement, apparus l'année suivante suite à l'implantation de la Politique de développement local, dont une des missions est le développement de l'entrepreneuriat collectif.

Des sources de capital doivent être accessibles aux entreprises d'économie afin qu'elles puissent prospérer. Le capital est présentement disponible sous forme de subventions, prêts et capital patient, provenant de différents organismes (gouvernement, banques, fondations, organismes de financement). Ce rapport se penche sur deux problématiques découlant de cette prémisse : la première analyse la question de l'accès à des niveaux suffisants de capital afin de supporter la croissance et le potentiel de développement dans le secteur. La seconde étudie si le montant de capital disponible pourrait être majoré par l'introduction de nouveaux produits financiers qui permettraient d'attirer des fonds de marchés traditionnels de capital et de les diriger vers le secteur de l'économie sociale.

Dans ce rapport, nous soulevons ces problématiques entourant le financement d'entreprises d'économie sociale offrant des biens et services.

¹ Vice-président, Groupe Finance, CIRANO et Université Concordia.

² CIRANO.

³ CIRANO.

⁴ CIRANO.

SECTION A – L'économie sociale au Québec

Le but de l'analyse est d'en arriver à une meilleure interprétation de la demande de projets et de l'offre de financement de l'économie sociale. Nous avons divisé cette section en deux parties : la première est une analyse du marché qui analyse le côté de l'offre de financement disponible spécifique aux entreprises d'économie sociale, ainsi que la demande de projets d'entreprises d'économie sociale par un compte rendu des visites que nous avons faites auprès de 28 CLD de différentes régions de la province et de cinq directeurs de grands projets. La deuxième partie suggère une estimation de la taille du marché de l'économie sociale.

Du côté de l'offre, les principaux financiers sur lesquels nous nous sommes penchés sont la Caisse d'économie solidaire Desjardins, le réseau des centres locaux de développement, la Fiducie du Chantier, Filaction et Fondation, Investissement Québec, le Réseau de crédit communautaire et le Réseau d'investissement social du Québec. Les entreprises d'économie sociale peuvent bénéficier d'un support financier de plusieurs différents acteurs, comprenant diverses modalités, que ce soit sous forme de dette, de capitalisation ou d'équité. Toute une gamme de projets viables en économie sociale peut donc en théorie trouver un financement adéquat, que ce soient des projets d'envergure ayant des montages financiers complexes ou des petits projets financés principalement par des subventions. En plus de trouver le financement nécessaire, les projets peuvent bénéficier de services d'accompagnement et de suivi et d'aide technique offerts par leurs partenaires financiers.

Du côté de la demande, chaque région québécoise comporte des besoins et visions différentes en matière de financement. L'économie sociale touche des secteurs variés et les projets peuvent être petits ou d'envergure. Il serait impossible de dresser un « portrait type » d'une entreprise d'économie sociale.

Par ailleurs, les partenaires financiers d'un projet peuvent être multiples, pouvant mener à un montage financier complexe. Nos principales conclusions découlant de nos rencontres avec les CLD et les directeurs de projet sont les suivantes :

1. Généralement, les projets viables ne sont pas rejetés par manque de fonds; selon nos rencontres, l'offre de financement provenant des CLD est adéquate.
2. Les entreprises d'économie sociale financées par les CLD comptent beaucoup sur les subventions.
3. Les CLD se voient comme étant la porte d'entrée des projets en économie sociale. La forme juridique est primordiale (doivent être de forme coopérative ou OBNL), et le projet doit être viable. Cependant, il existe quelques divergences concernant l'importance de la mission sociale de l'entreprise.
4. Le taux d'échec des entreprises d'économie sociale est relativement faible étant donné le soutien dont elles bénéficient par la communauté et les différents acteurs impliqués.

5. Il n'existe pas un « projet type » d'économie sociale; ils varient énormément selon leurs coûts, leur secteur, leur besoin de financement, leur viabilité et leur mission sociale. Dans les régions, l'économie sociale peut servir à retenir de nombreux services de première ligne et éviter l'exode de la population. Cependant, les entreprises d'économie sociale peuvent aussi être très compétitives et offrir des salaires avantageux.
6. Les montages financiers peuvent être complexes, particulièrement pour les projets d'envergure.
7. L'activité bourgeonnante de certains pôles d'économie sociale pourrait augmenter la visibilité de ce secteur et par ricochet augmenter la demande de projets en économie sociale.

Selon la majorité des intervenants rencontrés, il semble exister actuellement un équilibre entre les sources de financement et les projets à financer. Toutefois, si le développement de l'économie sociale devait s'accélérer, soit via un nombre plus élevé de projets ou par des projets de plus grande envergure, d'autres sources de financement pourraient être requises pour compléter les sources de financement actuelles. Certains facteurs, tels que la promotion de l'économie sociale par les pôles régionaux, pointent vers cette possibilité.

Enfin, l'estimation du marché de l'économie sociale au Québec demeure une tâche complexe. Les nombreux financiers, les collectes de données non uniformes et l'accessibilité aux données sont plusieurs problèmes auxquels nous devons faire face.

En ce qui concerne notre estimation de la taille du marché de l'économie sociale, nous soulignons que ces calculs n'offrent qu'une estimation partielle du marché dans la mesure où les données reliées à l'économie sociale ne sont pas recueillies de manière à obtenir une estimation précise. En effet, avant nos estimations, l'estimé le plus récent de la taille du marché (utilisant une méthodologie différente) a été effectué pour l'année 2004. Par ailleurs, notre estimation ne tient pas compte des projets qui ne sont pas financés par les CLD, dont nous n'avons pas l'ampleur.

Ce rapport présente des estimations (qui varient selon différentes hypothèses concernant le rôle du CLD dans le financement des projets) pour les années 2004 à 2009.

Investissements totaux (estimations, en millions de \$)

Part du CLD dans l'investissement total	2004	2005	2006	2007	2008	2009
9 %	157,72 \$	167,40 \$	161,18 \$	198,54 \$	164,20 \$	178,34 \$
10 %	141,95 \$	150,66 \$	145,07 \$	178,68 \$	147,78 \$	160,51 \$
11 %	129,04 \$	136,97 \$	131,88 \$	162,44 \$	134,35 \$	145,92 \$

Selon nos estimations, la taille du marché de l'économie sociale se situerait, en 2009, entre 146 millions \$ et 178 millions \$.

Nous aimerions noter qu'une étude mieux structurée pourrait possiblement démontrer un marché plus grand. Par ailleurs, aucune analyse sectorielle n'est possible avec les données présentement disponibles. Une telle analyse nous permettrait de mieux connaître les besoins et la croissance potentielle des différents secteurs. Selon nous, cette lacune représente un défi majeur dans l'analyse du marché de l'économie sociale.

Nos recommandations dans ce contexte sont les suivantes :

1. Les CLD devraient remplir une grille détaillée des projets qu'ils financent. Cette grille doit être uniforme pour tout le Québec (contrairement à la situation présente dans laquelle les CLD/CDEC à mission CLD de la ville de Montréal remplissent un formulaire différent de celui du reste de la province). Une suggestion de grille est disponible à l'appendice A. Une entité en charge de ce dossier pourrait être l'Institut de la Statistique du Québec (ISQ), le MDÉIE, Investissement Québec, etc.
2. Les montages financiers doivent être validés par une firme comptable indépendante. De cette manière, nous évitons tout risque de gouvernance ou d'erreur;
3. Investissement Québec se doit de fournir des données détaillées, et remplir la même grille que les CLD. Cette étape est nécessaire car IQ finance des projets plus importants qui ne bénéficient pas nécessairement du financement des CLD.

SECTION B - Principales idées de produits financiers

Si le développement de l'économie sociale devait s'accélérer soit via un nombre plus élevé de projets ou par des projets de plus grande envergure, d'autres sources de financement pourraient être requises pour compléter les sources de financement actuelles. Dans ce cadre, des produits s'adressant au marché primaire de financement, étape essentielle pour développer un marché secondaire subséquent, pourraient être développés.

Un aspect important concernant chacune des propositions de produit dans ce rapport est que le gouvernement n'est pas un pilier nécessaire, ni même incorporé dans la structure financière. Ainsi, à ce stade d'élaboration des produits, nous n'avons pas inclus d'aide additionnelle du gouvernement (subvention, incitatifs fiscaux, etc.).

Nous étudions quatre avenues :

1. Fonds pour le développement de l'économie sociale
2. Fonds de titres de créances en économie sociale
3. Fonds de titres de créances par classes de risque en économie sociale
4. Fonds de rehaussement de crédit en économie sociale

Certaines avenues proposées sont réalisables à court terme, quoique les conditions préalables pour les réaliser pourraient ne pas être réunies. À cet égard, les avenues proposées sont présentées comme un continuum de produits financiers qui pourraient éventuellement être envisagés.

Voici les principales caractéristiques de ces produits financiers :

	FONDS	Marché pour les titres	Investissements effectués par le fonds	Type	Maturité	Comparable
1	Développement	Primaire	Parts privilégiées Billets de fonds Terrains Créances existantes	Ouvert	Perpétuelle	Fonds mutuel Capital de risque
2	Titres de créances	Primaire et secondaire	Véhicule de titrisation détenant des titres existants de créances	Fermé	Fixe	Produit structuré (sans tranche)
3	Titres de Créances (classes de risque)	Primaire et secondaire	Véhicule de titrisation détenant des titres existants de créances	Fermé	Fixe	Produit structuré (CDO)
4	Rehaussement de crédit	Assurance	S'applique aux produits 1, 2 et 3	Fermé	Fixe	Tranche équité de CDO

Ensuite, les principaux points forts ou plus faibles tels que nous les percevons sont présentés dans le tableau suivant :

Idée de Produit	Points forts	Points plus faibles
Fonds de développement	<ul style="list-style-type: none"> • Bassin potentiel d'investisseurs institutionnels et de détail • Grande flexibilité dans la nature des investissements • Grande flexibilité de la maturité (fonds perpétuel) • Étape de base vers le développement d'un marché secondaire • Facilement incorporable aux activités actuelles de la Fiducie du Chantier 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficulté de mesurer la valeur des titres sous-jacents, donc la valeur du fonds et des unités • Risque de liquidité (rachat d'unités) • Gestion active potentiellement coûteuse • Limité au marché primaire
Fonds de titres de créances	<ul style="list-style-type: none"> • Facilement analysable, par la structure fixe du portefeuille d'actifs sous-jacents • Étape plus avancée vers le développement d'un marché secondaire • Gestion limitée, pour chaque véhicule 	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité de mettre un véhicule sur pied pour chaque émission de titres (coûts) • Nécessité d'un volume relativement grand • Limité qu'aux investisseurs institutionnels • Nécessité d'une standardisation accrue des titres sous-jacents (maturité, secteur, etc.)
Fonds de titres de créances (classes de risque)	<ul style="list-style-type: none"> • Étape plus avancée vers le développement d'un marché secondaire • Diversité d'investisseurs sollicités selon les différentes tranches de risque • Gestion limitée, pour chaque véhicule 	<ul style="list-style-type: none"> • Moins facilement analysable, par la structure complexe de la répartition de pertes entre les différentes tranches • Nécessité de mettre un véhicule sur pied pour chaque émission de titres (coûts) • Nécessité d'un volume relativement grand • Limité qu'aux investisseurs institutionnels • Nécessité d'une standardisation accrue des titres sous-jacents (maturité, secteur, etc.)
Fonds de rehaussement de crédit	<ul style="list-style-type: none"> • Outil favorisant la participation d'investisseurs non liés à l'économie sociale • Diminution du risque de réputation, si le fonds est un acteur du milieu • Conditions plus favorables pour les investisseurs rendent le rendement exigé plus bas, donc moins cher pour les emprunteurs • Potentiel rôle pour la Fiducie du Chantier pour développer cet effet de levier 	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité de données précises pour anticiper les risques de pertes prévues • Coûts élevés de mise en place

Après avoir identifié les points spécifiques de chacun, il vaut la peine de mentionner ceux qui s'appliquent à tous. Premièrement, tous ont un potentiel d'attraction pour des investisseurs sur les marchés financiers, entraînant donc un capital supplémentaire pour financer les initiatives du secteur des biens et services de l'économie sociale au Québec. Deuxièmement, les conditions de mise en place n'étant pas actuellement remplies, un effort pour les atteindre serait une progression saine pour le secteur. Pensons notamment à la standardisation des produits financiers existants, de l'information et des maturités. Finalement, pour atteindre ces conditions, et pour la mise en place de ces idées, des montants potentiellement élevés de coûts nécessaires pourraient s'observer.

L'objectif visé par les simulations présentées à l'Appendice B est d'isoler pour chaque produit les facteurs de risque en établissant une structure de base et en la faisant réagir à ces risques afin d'en détecter la sensibilité. Les logiciels développés aux fins de cette analyse sont disponibles au téléchargement, dans un format directement exécutable, via le site Web accompagnant ce rapport.

Concernant ces simulations mêmes, un aperçu peut brièvement être donné à ce stade.

Dans un contexte de portefeuille d'actifs ou de prêts multiples, certains paramètres expliquant l'interaction entre ces actifs sont cruciaux dans l'analyse des rendements et du risque associés aux investissements. À cet égard, les deux paramètres ayant le plus d'influence sont les paramètres de taux de défaut et de corrélation entre les actifs.

Le paramètre de **corrélation** en est un d'une extrême importance dans le contexte d'un fonds de développement et dans un fonds de créances avec classes de risque. Il s'agit d'un paramètre central qui va influencer les cas extrêmes de rendement et la probabilité que les tranches supérieures (à moins de risque) soient touchées par des pertes sur prêts. Par exemple, en cas de crise, si les actifs ne sont pas bien diversifiés, ou si la corrélation augmente à ce moment, la situation peut changer rapidement et affecter ces tranches, même si elles sont plus protégées. En général, ce paramètre est celui qui détermine l'occurrence de cas extrêmes.

Ainsi, des exemples de l'effet d'une augmentation de corrélation, par produit, seraient :

1. **Fonds de développement** : Augmenter légèrement ce facteur pourrait faire doubler la probabilité de perte totale (faillite) du fonds. La sensibilité est donc très forte ici.
2. **Fonds de titres de créance** : Une augmentation de la corrélation rend les cas extrêmes plus probables (potentiellement de très lourdes pertes).
3. **Fonds de titres de créance (avec classes de risque)** : Augmenter ce facteur pourrait faire augmenter substantiellement la Valeur à Risque (VaR) de la tranche **Sénior**. L'emphase est mise sur cette tranche, car c'est la corrélation qui influence le plus la possibilité de contagion des pertes vers les tranches supérieures. Les rendements promis aux tranches supérieures doivent donc être majorés si la corrélation augmente.
4. **Fonds de rehaussement de crédit** : Ici encore, une plus forte corrélation viendra augmenter le risque de pertes extrêmes pour un fonds prenant une assurance à sa charge.

Ensuite, la **probabilité de défauts** semble être le paramètre le plus direct et facile à analyser. Qu'il s'agisse d'un produit avec classes de risques, un fonds de développement ou une structure de rehaussement de crédit, plus ce taux est élevé, plus les pertes réalisées le seront et plus les rendements promis devront être élevés, moins les gains d'un fonds de développement sont élevés, et plus le coût d'une assurance le sera.

Finalement, nous avons aussi étudié le paramètre de **réserve** (pour le fonds de développement), qui fournissait une sécurité accrue mais pouvait faire dévier de l'objectif l'investissement et le paramètre de **maturité**.

L'effet de ce dernier paramètre est surtout substantiel lorsque l'on tente d'évaluer un prix pour une assurance sur le crédit. Ce constat provient du fait que plus l'on se protège sur une longue période dans le temps, plus le risque de défaut sur le capital détenu peut se concrétiser, et plus il coûtera cher pour se protéger. Par exemple, doubler l'échéance de 5 à 10 ans a pour effet de doubler les pertes réalisées moyennes et médianes. La VaR aussi augmenterait, mais d'une manière plus modérée.

Au regard des analyses qualitatives et quantitatives de ces idées de produits financiers, nous avons pu dériver certaines recommandations.

Sommaire des recommandations

Dans un contexte où la demande de financement dans le secteur de l'économie sociale au Québec serait accélérée, deux principales recommandations sont mises de l'avant.

Recommandation #1

Favoriser le développement de l'idée d'instrument financier identifié comme Fonds de développement pour l'économie sociale. Favoriser cette idée parmi l'ensemble de celles présentées s'appuie sur les points suivants :

- Cette idée de produit financier a comme avantage majeur une très grande flexibilité quant à la composition de son portefeuille. L'approche de gestion active d'investissement et de réinvestissement permet d'évacuer certaines des conditions les plus difficiles à remplir pour les actifs sous-jacents, notamment concernant une forte standardisation.
- Qui plus est, la flexibilité peut s'étendre au-delà des placements habituels de l'économie sociale et s'appliquer à des produits comme les parts privilégiées de coopératives, à des terrains en vue du développement de projets d'habitation communautaire, et aux titres obligataires pour l'habitation communautaire proposés dans ce rapport. Ces produits supplémentaires viendraient entre autres augmenter le volume potentiel du fonds (permettant une économie d'échelle au niveau des frais de gestion) tout en respectant les objectifs d'investissement en économie sociale.
- Une fois la composition anticipée d'un portefeuille, les outils d'analyse du CIRANO pourraient être mis à contribution pour faciliter les calculs financiers relatifs à la mise en place.

Recommandation #2

Que le milieu soit encouragé à proposer et à choisir quel joueur présent actuellement dans le milieu serait en mesure de se voir attribuer le mandat du développement d'un tel produit. Cet

acteur du milieu pourrait prendre l'initiative d'établir la structure de gouvernance appropriée faisant en sorte que ce produit soit bien reçu par le milieu de l'économie sociale et puisse aussi atteindre les pré-requis nécessaires pour occuper une place de choix sur les marchés financiers.

En somme :

- Une entité de financement existante en économie sociale, telle la Fiducie du Chantier de l'Économie sociale, pourrait être un acteur privilégié pour mettre sur pied et offrir ce type de produit financier au niveau des investisseurs institutionnels et, bien entendu, aux particuliers désireux d'épargner tout en poursuivant leurs objectifs personnels d'investissement socialement responsable.
- Une telle entité issue du milieu pourrait ainsi y jouer un rôle d'avant-plan pour ce qui est de la mise en marché par la recherche d'investisseurs et/ou le développement d'un marché d'épargnants. Confier un mandat de mise en marché et, surtout, de gestion à un groupe issu du milieu représente un avantage indéniable au niveau d'une gouvernance adéquate puisqu'il s'agirait d'un acteur central du secteur de l'économie sociale étant associé à un produit d'investissement dans ce même secteur.

Table des matières

SOMMAIRE EXÉCUTIF	i
SECTION A – L'économie sociale au Québec	14
Partie I : Analyse du marché	15
Partie I-1 : Survol des principales sources de financement	15
Partie I-2 : Survol de la demande en économie sociale	27
Partie I-3 : Principaux constats	44
Partie II : Estimation de la taille du marché de l'économie sociale	45
Partie II-1 : Le Bilan triennal des centres locaux de développement du MDEIE et les rapports sur l'activité des CLD et des organismes partenaires de Montréal	45
Partie II-2 : Estimation de Gilles Bourque, Marguerite Mendell, Ralph Rouzier	46
Partie II-3 : Méthodes d'estimations.....	47
Partie II-4 : Estimation de notre équipe	48
Partie II-5 : Conclusion.....	54
Appendice A	57
SECTION B - Principales idées de produits financiers	59
Partie IV : Présentation des produits.....	63
Partie IV-1 : Fonds de développement pour l'économie sociale	64
Partie IV-2 : Fonds de titres de créances en économie sociale	70
Partie IV-3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale.....	75
Partie IV-4 : Fonds de rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale.....	80
Sommaire : Perspective globale.....	85
Partie V : Recommandations	87

Appendice B : Simulations financières	88
B.1 : Fonds de développement pour l'économie sociale	90
B.2 : Fonds de titres de créances en économie sociale	97
B.3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale.....	101
B.4 : Fonds de rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale	106
 Sommaire des simulations	 111

Liste des tableaux

SECTION A

A.1 : Récapitulatif des principaux financiers.....	26
A.2 : Récapitulatif de 25 de nos rencontres avec les CLD.....	34
A.3 : Exemples de montages financiers de projets financés par la Fiducie	42
Tableaux A.4.....	50
A.4a : Contribution des CLD et CDEC à mission CLD de Montréal (millions de \$)	
A.4b : Contributions des CLD hors Montréal (millions de \$)	
A.4c : Estimations du FLI destiné aux entreprises d'économie sociale (millions de \$)	
A.4d : Contributions des CLD (millions de \$)	
Tableaux A.5.....	51
A.5a : Contribution relative des principaux partenaires financiers (FDEÉS, hors Montréal, millions de \$)	
A.5b : Contribution relative des principaux partenaires financiers (FLI, hors Montréal, millions de \$)	
A.6 : Investissements totaux (estimations, en millions de \$).....	52
A.7 : Taux de présence des CLD/CDEC dans les projets d'Investissement Québec.....	54

Liste des tableaux (suite)

SECTION B

Tableaux B.1..... 91

- B.1.a Paramètres de base pour la simulation d'un fonds de développement de l'économie sociale
- B.1.b Résultats de simulation pour le cas de base
- B.1.c Impact de la réserve sur les rendements du fonds
- B.1.d Impact du nombre de prêts sur les rendements du fonds
- B.1.e Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

Tableaux B.2..... 97

- B.2.a Paramètres de base pour la simulation d'un fonds de titres de créances en économie sociale
- B.2.b Résultats de simulation pour le cas de base
- B.2.c Impact de la maturité sur les rendements du fonds
- B.2.d Impact de la probabilité de défaut sur les rendements du fonds
- B.2.e Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

Tableaux B.3..... 101

- B.3.a Paramètres propres au fonds de créances par classes de risque
- B.3.b Résultats de simulation pour le cas de base
- B.3.c Impact de la maturité sur les rendements du fonds
- B.3.d Impact de la probabilité de défaut sur les rendements du fonds
- B.3.e Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

Tableaux B.4..... 106

- B.4.a Résultats de simulation pour le cas de base
- B.4.b Impact de l'échéance de l'assurance sur les pertes encourues
- B.4.c Impact du taux de défaut annuel sur les pertes encourues
- B.4.d Impact de la corrélation sur les pertes encourues

SECTION A

L'économie sociale au Québec

Partie I : Analyse du marché

Partie I-1 : Survol des principales sources de financement

Partie I-1.1 : Les centres locaux de développement

Partie I-1.2 : Le Réseau d'investissement social du Québec

Partie I-1.3 : Investissement Québec

Partie I-1.4 : Caisse d'économie solidaire Desjardins

Partie I-1.5 : Fiducie du Chantier

Partie I-1.6 : Fondation et Filaction

Partie I-1.7 : Autres sources de financement

Partie I-1.8 : Récapitulatif des principaux financiers

Partie I-2 : Survol de la demande en économie sociale

Partie I-2.1 : Rencontres avec les centres locaux de développement

Partie I-2.2: Projets en économie sociale

Partie I-3 : Principaux constats

Partie II – Estimation de la taille du marché de l'économie sociale

Partie II-1 : Différentes méthodes d'estimations

Partie II-2 : Le Bilan triennal des centres locaux de développement du MDEIE et les rapports sur l'activité des CLD et des organismes partenaires de Montréal

Partie II-3 : Estimation de Gilles Bourque, Marguerite Mendell, Ralph Rouzier

Partie II-4 : Estimation du CIRANO

Partie II-5 : Conclusion

Appendice A

SECTION A – L'économie sociale au Québec

En 1996, le gouvernement du Québec a invité des acteurs de la société civile, des dirigeants de grandes entreprises et syndicaux, ainsi que des représentants de mouvements sociaux et communautaires à se réunir dans le cadre du sommet sur l'économie et l'emploi, afin de trouver des stratégies permettant d'améliorer le développement économique et l'emploi au Québec.

Dans le cadre du sommet, un Groupe de travail sur l'économie sociale a été mis en place afin d'évaluer le potentiel du secteur solidaire au Québec. Un plan d'Action en économie sociale a été suggéré, couvrant un grand nombre de secteurs, tels que le logement, les services de garde, l'aide à domicile et les entreprises d'insertion.

Pendant deux années suivant le sommet, le groupe de travail a poursuivi ses activités d'analyse et de promotion. En avril 1999, il s'est regroupé sous le Chantier de l'économie sociale et fondé comme structure permanente.

Depuis ce sommet, de nombreux organismes ont vu le jour : entre autres, le réseau d'investissement du Québec, fondé en 1997, un fonds d'investissement dédié aux entreprises d'économie sociale; les centres locaux de développement (CLD), apparus l'année suivante suite à l'implantation de la Politique de développement local, dont une des missions est le développement de l'entrepreneuriat collectif.

Dans ce rapport, nous analyserons à la fois l'offre de financement, et le marché de la demande en économie sociale.

L'offre de financement consiste à l'accès aux subventions, prêts, et capital patient, provenant de différents organismes (gouvernement, banques, fondations, organismes de financement).

Le côté de la demande, pour sa part, relève du nombre de demandes de projets d'économie sociale effectuées par des entreprises existantes, soit par la création de nouvelles entreprises d'économie sociale.

Le but de cette analyse est d'arriver à une meilleure compréhension de la demande de projets et de l'offre de financement de l'économie sociale, afin de déterminer l'existence d'un déséquilibre entre les deux.

Pour arriver à ce but, nous avons divisé cette section en trois parties : la première effectue un survol du financement disponible spécifique aux entreprises d'économie sociale; la seconde partie est un compte rendu des visites que nous avons faites auprès de 26 CLD de différentes régions de la province, et la troisième partie est une estimation du marché de l'économie sociale.

PARTIE I : Analyse du marché

Partie I-1 : Survol des principales sources de financement

Les entreprises d'économie sociale peuvent bénéficier de l'aide financière de nombreux acteurs au Québec.

Les principales sources de financement sont de la forme suivante :

- Subventions (gouvernements, municipalités, milieu);
- Prêts sous forme de capitalisation et de quasi-équité, ce qui comporte le capital patient;
- Prêts traditionnels;
- Garanties de prêts.

Bien que de nombreux projets se financent à l'aide de prêts provenant de caisses populaires de la région⁵, ainsi que par le soutien financier du milieu, cette section se concentre sur les organismes de financement qui octroient des fonds dédiés spécifiquement aux entreprises d'économie sociale. Ceux-ci sont présentés sous forme concise dans le tableau A-1 à la fin de cette partie.

Mis à part les centres locaux de développement, dont le financement est principalement constitué de subventions, ces acteurs financent les projets d'économie sociale par l'entremise de prêts sous forme de dette, capital patient, ou des garanties de prêt. Il s'agit d'une spécification importante car les entreprises d'économie sociale peuvent bénéficier d'une gamme variée de subventions, qui ne sont pas nécessairement destinées uniquement au secteur de l'économie sociale, et qui sont trop nombreuses pour être toutes énumérées ici; nous en citerons quelques-unes dans la prochaine section. Par ailleurs, à la fin de cette section, un tableau récapitulatif présente les modalités générales de financement des huit principaux financiers.

Il est primordial d'avoir une bonne connaissance des acteurs impliqués dans le financement de l'économie sociale, puisqu'ils sont nombreux et offrent différents types d'aide financière; par ailleurs, cela peut nous donner un sens du côté de l'offre, avant de se pencher sur la demande de projets et les besoins de financement.

Partie I-1.1 : Les centres locaux de développement

Les centres locaux de développement (CLD) se caractérisent comme étant la porte d'entrée de demande de financement. Actifs depuis 1998, il en existe 120 dispersés sur le territoire du Québec. La majorité de leur financement consiste en subventions, provenant du fonds de développement des entreprises en économie sociale (FDEÉS), mais peuvent parfois allouer des prêts par leurs fonds locaux d'investissement (FLI), qui sont généralement dédiés au secteur privé. Les modalités et taux de ces prêts sont définis par le CLD lui-même et varient d'un CLD à l'autre.

⁵ Les caisses populaires ou toute autre source de financement bancaire traditionnel ne seront pas analysées dans cette section, qui se concentre sur les sources de financement destinées principalement aux entreprises d'économie sociale.

Par ailleurs, les CLD offrent généralement un soutien technique afin d'assurer la réussite de l'entreprise et de minimiser les risques (de gestion, par exemple). Parmi les services offerts, les entrepreneurs peuvent obtenir de l'aide pour monter un plan d'affaires et des études de préfaisabilité, ainsi que de l'accompagnement dans le suivi de l'entreprise.

Les principaux mandats tels que décrits dans le *Bilan triennal des Centres locaux de développement* sont les suivants :

- *offrir l'ensemble des services de première ligne aux entreprises;*
- *élaborer un plan d'action local pour l'économie et l'emploi;*
- *élaborer une stratégie en matière de développement de l'entrepreneuriat, y compris l'entrepreneuriat de l'économie sociale;*
- *agir en tant qu'organismes consultatifs auprès du centre local d'emploi (CLE) de leur territoire.*

La mission des centres locaux de développement consiste donc à offrir des services de première ligne pour le développement des entreprises, souvent en partenariat. Le plan d'action locale (mieux connu sous le nom de PALÉE : Plan d'action local pour l'économie et l'emploi), cadrant les services offerts aux entreprises, tant traditionnelles que d'économie sociale, est établi par la Conférence régionale des élus (CRÉ) et comprend en partie un rôle consultatif auprès des centres locaux d'emploi (CLE). En raison de son rôle central et de sa mission qui consiste à mobiliser les acteurs du milieu, un CLD compte parmi ses partenaires une longue liste d'intervenants en économie sociale, dont la Caisse d'économie solidaire Desjardins (et d'autres membres du Mouvement Desjardins), la Fiducie du Chantier, Investissement Québec, le réseau des services d'aide au développement des collectivités (SADC), le Réseau québécois du crédit communautaire (RQCC), etc.

Les CLD sont des joueurs majeurs pour les projets d'économie sociale, particulièrement pour les petits projets qui sont principalement financés par des subventions et dont les critères de remboursement des autres organismes peuvent être trop chers ou rigides.

Chaque CLD au Québec reçoit environ le tiers de son financement des municipalités régionales de comté (MRC), lesquelles reçoivent leurs fonds majoritairement des municipalités membres. Les deux autres tiers proviennent ensuite des sources suivantes :

- Bureau de la Capitale-Nationale ou BNC (pour les sept CLD de la région de Québec);
- Ministère des Affaires municipales, des Régions et de l'Occupation du territoire ou MAMROT (pour les 18 CLD de Montréal et le CLD de Laval); et
- ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation ou MDEIE (pour les 94 CLD des autres régions du Québec).

En 2007-2008, le budget des CLD était de 60,6 millions de dollars, en excluant le FLI.

Partie I-1.2 : Le Réseau d'investissement social du Québec

Le Réseau d'investissement social du Québec, ou RISQ, octroie un financement, sous forme de prêt, garantie de prêt et prise de participation. Ceux-ci se situent entre 20 000 \$ et 50 000 \$, sans prise de garantie, et sont d'une durée de 2 à 10 ans.

La mission du RISQ est la suivante :

Le Réseau d'investissement social du Québec est un fonds de capital de risque à but non lucratif qui a pour mission de rendre accessible un financement adapté à la réalité des entreprises d'économie sociale. (Source : RISQ)

Le volume des investissements du RISQ est d'environ un million de dollars par an (10 millions en 10 ans). Le gouvernement du Québec a recapitalisé le RISQ à 5 millions de dollars, grâce à une demande de la Fiducie du Chantier de l'économie sociale.

En ce qui concerne l'aide technique, le RISQ ne reçoit plus de subvention du gouvernement depuis 2006. Les prêts liés à l'aide technique ne rapportent rien et constituent une perte sèche lorsque les services d'analystes sont utilisés.

Cette année, le RISQ offre un nouveau fonds de prédémarrage d'un maximum de 100 000 \$ sans garantie. Ce fonds répond aux besoins en capital patient des projets en prédémarrage; il est sans frais d'intérêt et sans remboursement pendant une durée maximale de deux ans durant ce stade.

Le RISQ offre aussi un volet d'aide technique qui consiste en une avance de fonds permettant aux promoteurs d'accéder à divers consultants et spécialistes pour effectuer des études nécessaires au développement d'un projet : étude de marché, analyse de produit, etc. Le montant de l'investissement se situe généralement entre 1 000 \$ et 5 000 \$, mais il peut être plus élevé. Si le projet ne se réalise pas, le montant n'a pas à être remboursé.

En 2009, le RISQ a participé au financement de 22 projets, pour un montant total de 98 925 \$. La moitié des fonds investis par le RISQ sont issus de souscriptions gouvernementales; le reste provient de souscripteurs privés.

Parmi les nombreux partenaires du RISQ, on retrouve FilAction, FondAction, Emploi-Québec, Investissement Québec, la Caisse d'économie solidaire Desjardins, les Fonds de solidarité FTQ, le Conseil québécois de la coopération et de la mutualité, les centres locaux de développement.

Partie I-1.3 : Investissement Québec

La mission d'Investissement Québec (IQ) est *de favoriser la croissance de l'investissement au Québec, contribuant ainsi au développement économique et à la création d'emplois. (Source : IQ).*

En ce qui concerne le financement des entreprises d'économie sociale, IQ intervient surtout en matière de garanties de prêts, bien qu'il soit doté de deux programmes pour les entreprises

d'économie sociale, soit : le programme favorisant le financement de l'entrepreneuriat collectif et le programme favorisant la capitalisation des entreprises de l'économie sociale.

Le programme favorisant le financement de l'entrepreneuriat collectif permet d'accorder un prêt ou une garantie de prêt ne pouvant excéder 75 % des dépenses liées au projet. Dans le cas d'une marge de crédit, la garantie peut atteindre un maximum de 66,6 % de la perte nette. Pour un prêt, une lettre de crédit ou toute autre forme de financement, la garantie atteint 75 % de la perte nette. La garantie de prêt peut avoir une durée maximale de cinq ans dans le cas de la marge de crédit et de 10 ans pour les autres formes de financement.

Le programme favorisant la capitalisation des entreprises de l'économie sociale vise à soutenir la capitalisation des organismes à but non lucratif et des entreprises coopératives. Le montant accordé se situe entre 25 000 \$ et 500 000 \$ et ne doit pas dépasser 35 % du coût total du projet, pour une durée maximale de 10 ans (cinq ans de prolongation possible). Si le montant accordé est supérieur à 100 000 \$, il est obligatoire d'avoir un autre partenaire de financement en capitaux propres.

En 2008-2009, Investissement Québec a octroyé 65 garanties de prêts totalisant 21,2 M\$; 21 garanties de marges de crédit totalisant 5,5 M\$; 45 prêts totalisant 12,1 M\$; et 31 contributions non remboursables totalisant 4 M\$.

Partie I-1.4 : Caisse d'économie solidaire Desjardins

La Caisse d'économie solidaire Desjardins (CECOSOL) a été officiellement créée en 2000. Elle résulte de la fusion de plusieurs caisses d'épargne de travailleurs et travailleuses et elle est étroitement liée à la Confédération des Syndicats Nationaux (CSN).

La CECOSOL mobilise et gère une épargne qui soutient le développement de l'économie sociale et solidaire, afin d'offrir aux épargnants québécois une solution d'investissement orientée vers les placements responsables. Comme Investissement Québec, celle-ci est plus souvent présente dans les projets d'envergure.

La mission de la CECOSOL est la suivante :

- *Soutenir le développement de l'économie sociale et solidaire en misant sur l'entrepreneuriat collectif, tout particulièrement au sein de quatre réseaux : syndical, communautaire ou associatif, coopératif et culturel.*
- *Conseiller les citoyennes et les citoyens dans leur volonté de gérer leurs finances personnelles de manière à la fois judicieuse et socialement responsable.*
- *Contribuer, avec d'autres acteurs nationaux et internationaux, au développement d'un mouvement de la finance solidaire. (Source : CECOSOL)*

La CECOSOL prête en moyenne 100 000 000 \$ par an à des entreprises d'économie sociale, pour une moyenne de 150 entreprises par an.⁶ 10 % de ce montant n'est pas accordé à des

⁶ Au 31 décembre 2008, le portefeuille de prêt était réparti de la façon suivante :

• 33 % dans l'action coopérative (dont 68 % dans l'habitation);

entreprises d'économie sociale proprement dites mais à des entreprises d'économie solidaire. Par ailleurs, 36 % de ce montant inclut les coopératives et OBNL d'habitation.

Le financement maximal permis par la CECOSOL est de 7,5 millions de dollars par projet. De plus, la participation de la CECOSOL au financement total d'un projet ne peut dépasser 65 %. Dans un tel cas, la Caisse doit obtenir des garanties auprès d'autres acteurs, comme Investissement Québec (IQ). Enfin, si un montant de financement excède 350 000 \$, la CECOSOL doit consulter la Fédération des caisses Desjardins et obtenir l'approbation de cette dernière.

Partie I-1.5 : Fiducie du Chantier de l'économie sociale

Étroitement liée au Chantier de l'économie sociale et au Réseau d'investissement social du Québec (RISQ), la Fiducie du Chantier de l'économie sociale offre un outil soutenant la capitalisation des entreprises d'économie sociale. En partenariat avec plusieurs acteurs financiers, la Fiducie cherche à compléter les montages financiers d'entreprises d'économie sociale afin de favoriser leur développement et leur expansion.

Lors de sa création, la Fiducie du Chantier de l'économie sociale a été dotée d'une mission plus large que le simple investissement de sa capitalisation initiale. Sa mission inclut de créer un environnement financier favorable à la mise en place de produits de capitalisation destinés aux entreprises d'économie sociale, de susciter, d'accueillir, d'évaluer et de participer à des initiatives, y compris la création d'un marché secondaire adapté, susceptibles de renforcer la capacité d'intervention des entreprises d'économie sociale au Québec, et de s'associer à ces initiatives et de favoriser la participation financière de partenaires du secteur privé et du secteur public et de favoriser la concertation entre eux. (Source : convention de la Fiducie du Chantier de l'économie sociale).

La Fiducie du Chantier a débuté ses activités le 1^{er} janvier 2007, mais c'est en 2006 qu'elle a été créée grâce à l'apport financier des partenaires suivants :

- Développement économique Canada (22,8 millions de dollars)
- Fonds de solidarité FTQ (12 millions de dollars)
- Investissement Québec (10 millions de dollars)
- Fond Action de la CSN (8 millions de dollars)

La capitalisation initiale totale de la Fiducie s'élève ainsi à 52,8 millions de dollars. La Fiducie du Chantier propose un fonds soutenant la capitalisation des entreprises d'économie sociale. Le financement annuel moyen de projets est de 4 M\$; les projets financés reçoivent entre 50 000 \$

•24 % dans l'action associative et citoyenne (dont 57 % dans l'habitation), incluant les CPE;
•24 % dans l'action au service des particuliers (particuliers qui adhèrent à des programmes écologiques);
•11 % à des prêts qui recoupent plusieurs secteurs à la fois (travailleurs autonomes, entreprises privées socialement engagées);
•6 % pour des projets culturels;
•2 % dans l'action syndicale.
(Source : CECOSOL)

et 500 000 \$, pour un investissement moyen de 331 000 \$. Les coûts totaux des projets financés par la Fiducie varient entre 220 000 \$ et 30 M\$. Par ailleurs, la Fiducie a financé 21 projets en 2009.

Les entreprises d'économie sociale (COOP et OBNL) admissibles au financement offert par la Fiducie sont celles qui comptent moins de 200 employés, la majorité de ces derniers résidant au Québec, et dont l'actif est inférieur à 100 millions de dollars ou dont le capital se chiffre à moins de 50 millions de dollars.

Partie I-1.6 : Fondation et Filaction

Fondation (le fonds de travailleurs de la Confédération des Syndicats Nationaux) a été créé en 1996. Fondation investit à partir d'un seuil de 500 000 \$; ce montant étant un seuil minimal, Fondation vise des investissements qui se situent généralement entre 2 et 5 millions de dollars.

Fondation a mis sur place le fonds Filaction, qui gère le financement se situant entre 0 \$ et 500 000 \$, et le Fonds de financement coopératif (en collaboration avec le RISQ), qui gère le financement variant entre 100 000 \$ et 250 000 \$.

Le fonds Filaction a pour mission principale de créer et de maintenir des emplois de qualité au Québec. L'organisme est principalement orienté vers l'économie sociale et solidaire. Ainsi, en plus d'être engagé auprès des coopératives et des organismes à but non lucratif (OBNL) d'économie sociale, Filaction apporte un soutien en capital de développement aux entreprises du secteur culturel et aux entreprises privées à vocation sociale et locale.

Le deuxième grand rôle de Filaction consiste à contribuer à la capitalisation de fonds dédiés aux micro-entreprises (et au microcrédit) et à certaines personnes en particulier (par exemple : des femmes, des jeunes, des « afro-entrepreneurs »).

Dans le cadre de sa deuxième grande mission, qui consiste à financer les fonds dédiés, Filaction accorde généralement à ces derniers un financement pouvant atteindre 25 000 \$, et ce, sous forme de prêts avec possibilité de remboursement. Parfois, ce financement peut se situer entre 25 000 \$ et 50 000 \$, souvent pour pallier un manque temporaire de liquidités (par exemple, un fonds en attente d'une subvention).

Il est à noter que Filaction n'est pas cloisonné par les statuts juridiques lors de ses choix d'investissement. Par conséquent, il n'investit dans des entreprises qu'en fonction du potentiel social du projet et des qualités des projets soumis par les groupes de promoteurs. Ainsi, en plus des entreprises d'économie sociale sous forme de coopératives et d'OBNL d'économie sociale, Filaction participe à des projets qui sont de statut juridique privé, mais qui ont un bon potentiel de rendement social.

Les investissements directs de Filaction prennent généralement les formes suivantes :

- prises de participation (actions ou parts sociales variant entre 10 % et 49 % du capital-actions ou du capital social) ;

- prêts participatifs (prêts non garantis avec prime liée aux résultats, pouvant comporter un moratoire sur le remboursement de capital, acquisition d'obligations ou de débentures convertibles ou participatives); et garanties de prêts (de 80 % à 100 % des prêts).

Partie I-1.7 : Autres sources de financement

Les organismes et institutions de cette section représentent soit des sources de financement indirectes (qui financent d'autres organismes qui investiront à leur tour dans les entreprises d'économie sociale), ou soit des sources de financement secondaires.

Ministère des Affaires municipales, des Régions et de l'Occupation du territoire (MAMROT)

Le ministère des Affaires municipales, des Régions et de l'Occupation du territoire (MAMROT) détient la responsabilité gouvernementale en matière d'économie sociale depuis 2007. Sa mission générale consiste à fournir un soutien dans l'administration et le développement des municipalités, des régions et de la métropole.

En tant que ministère responsable de l'économie sociale, le MAMROT a établi et présenté, en 2008, son *Plan d'action gouvernemental pour l'entrepreneuriat collectif* afin d'assister concrètement les coopératives (COOP) et les organismes à but non lucratif (OBNL) d'économie sociale sur une période de cinq ans.

Parmi le nombre imposant de projets chapeautés par le MAMROT, quelques-uns sont spécifiquement orientés vers l'économie sociale et le logement social. Alors que le MAMROT finance ces derniers indirectement par l'entremise des organismes présentés dans cette section, ces mêmes organismes soutiennent, quant à eux, les secteurs de l'économie sociale et du logement social d'une manière directe en fournissant des capitaux pour faire avancer les projets.

Premièrement, le MAMROT travaille étroitement avec les 21 conférences régionales des élus (CRÉ) présents sur le territoire québécois. Ces organismes, constitués des élus municipaux et des MRC, n'ont pas le mandat précis de financer l'économie sociale. Ils peuvent tout de même y participer, selon le contexte.

Deuxièmement, en ce qui a trait à la métropole, le MAMROT a créé le Fonds de développement de la métropole (FDM). Le FDM, comme les autres organismes ou programmes, n'est pas conçu exclusivement pour l'économie sociale. Il comporte néanmoins une enveloppe de 700 000 dollars réservée aux entreprises d'économie sociale de la région métropolitaine de Montréal.

Le troisième groupe financé par le MAMROT est probablement l'un des plus présents en matière de financement de l'économie sociale montréalaise. Il est constitué des 18 centres locaux de développement (CLD) et corporations de développement économique communautaire (CDEC) de Montréal, ainsi que du CLD de Laval. En effet, alors que les sept CLD de la région de Québec reçoivent leur financement du gouvernement du Québec par l'entremise du Bureau de la Capitale-Nationale (BCN) et que les 94 CLD à l'extérieur de Montréal et de Québec sont

financés par le MDEIE, c'est le MAMROT qui intervient dans le cas des îles de Montréal et de Laval.

Ministère du développement économique, de l'innovation et de l'exportation (MDEIE)

Le nom de ce ministère décrit par lui-même ses objectifs et ses champs d'intervention. Le premier de ses objectifs, le développement économique, semble le plus en lien avec l'économie sociale et peut être réalisé par la concertation et par le financement ou la gestion d'organismes œuvrant en économie sociale.

Au niveau des coopératives, le Ministère comprend la Direction des coopératives. Cette entité porte le titre d'administrateur de la *Loi sur les coopératives* ainsi que de son règlement d'application. En 2003, le MDEIE s'est doté d'une *Politique de développement des coopératives* afin de favoriser la croissance dans plusieurs secteurs. Le MDEIE gère aussi l'*Entente de partenariat relative au développement des coopératives* (avec le Conseil québécois de la coopération et de la mutualité); le *Régime d'investissement coopératif* (un programme de mesures incitatives fiscales favorisant la capitalisation des coopératives par leurs membres et leurs employés); et le système de *Ristournes à impôt différé* (autre mesure incitative fiscale permettant le report d'impôts sur les ristournes).

Les organismes financés par le MDEIE les plus importants au niveau de leur présence sur le terrain sont, sans conteste, les Centres locaux de développement (CLD) et les Corporations de développement économique communautaire (CDEC). Sur les 120 CLD du Québec, 94 reçoivent la majeure partie de leur financement par l'entremise du MDEIE.

Investissement Québec (IQ) est un joueur majeur par son implication et son volume d'activités. Il est financé par le MDEIE et agit sous la responsabilité directe du Ministère. Comme nous l'avons vu précédemment, deux programmes d'IQ interviennent directement dans le financement de l'économie sociale au Québec : le programme de financement des entreprises d'économie sociale et le programme de capitalisation des entreprises d'économie sociale.

Le Réseau québécois de crédit communautaire (RQCC) est un autre organisme qui agit sous la responsabilité du MDEIE. Cette responsabilité provient du *Plan d'action gouvernementale en matière de lutte contre la pauvreté et l'exclusion sociale* et représente un plan échelonné sur cinq ans et lancé en 2004. Ce réseau regroupe différents fonds communautaires et cercles d'emprunt qui interviennent autant en micro finance qu'en financement de petites entreprises d'économie sociale.

Fonds de solidarité FTQ

Le Fonds de solidarité FTQ (FSTQ) n'a pas d'investissement direct dans le secteur de l'économie sociale. Toutefois, il a mis sur pied et contribué à la mise en place de plusieurs fonds d'investissements destinés partiellement ou en totalité au secteur de l'économie sociale. En investissement direct, FSTQ vise des investissements supérieurs à 2 millions de dollars. Pour les

sommes moindres, le Fonds est actif via le réseau où il est le seul bailleur de fonds ou qu'il est l'un des principaux bailleurs :

- Fonds d'acquisition de Montréal s.e.c.;
- Fonds d'acquisition Québécois s.e.c.;
- Fonds d'investissement de Montréal s.e.c.;
- SOLIDEQ, maintenant appelé Fonds locaux de solidarité FTQ.

Fonds d'acquisition de Montréal s.e.c.;

Cette société en commandite a comme mandat d'acquérir provisoirement des propriétés situées sur le territoire de l'Île de Montréal, principalement des terrains, pour les retirer du marché de la revente. Cette détention temporaire est réalisée en attendant qu'un organisme sans but lucratif ou une coopérative, appuyé par l'organisme *Bâtir son Quartier*, ait le temps de préparer son plan d'affaires et d'obtenir le financement nécessaire à la reprise de possession de ladite propriété. Cette société est dotée d'une capitalisation de 5 M\$ et le Fonds de solidarité FTQ en est l'unique bailleur de fonds.

Fonds d'acquisition Québécois s.e.c.;

Cette société en commandite a comme mandat d'acquérir provisoirement des propriétés situées sur l'ensemble du territoire québécois, principalement des terrains, pour les retirer du marché de la revente. Cette détention temporaire est réalisée en attendant qu'un organisme sans but lucratif ou une coopérative ait le temps de préparer son plan d'affaires et d'obtenir le financement nécessaire à la reprise de possession de ladite propriété. Cette société est dotée d'une capitalisation de 5 M\$ et le Fonds de solidarité FTQ en est l'unique bailleur de fonds.

Fonds d'investissement de Montréal s.e.c.;

Le Fonds d'investissement de Montréal (FIM) a pour mission de participer à la revitalisation des quartiers de Montréal par la remise en état de logements pris en charge par leurs occupants. L'intervention du FIM s'effectue via un financement hypothécaire de 2^e rang nécessaire aux fins de financement, déduction faite de l'hypothèque de 1^{er} rang et des subventions à la rénovation applicables. Le FIM accorde aux sociétés acheteuses un prêt de 15 ans remboursable à l'échéance, avec un taux d'intérêt fixe dont les versements sont variables en fonction des flux générés par les projets. Avec une mise de fonds de 4 M\$, le Fonds de solidarité FTQ est l'un des principaux bailleurs de fonds; le second est SOJECCI II Ltée.

SOLIDEQ (maintenant appelé Fonds locaux de solidarité FTQ) :

Les sociétés locales d'investissement dans le développement de l'emploi (SOLIDE) ou maintenant appelées Fonds locaux de solidarité (FLS) ont pour but de gérer un fonds d'investissement visant à financer des entreprises en démarrage ou existantes afin de créer et de maintenir des emplois. Les municipalités régionales de comté (MRC) ou les communautés urbaines constituent le territoire de référence des SOLIDE. De plus, les SOLIDE n'ont pas de

programme spécifique à l'économie sociale et l'information suivante inclut donc plus que la participation de ces SOLIDE ou FLS à l'économie sociale.

Le conseil d'administration varie selon chaque SOLIDE-FLS, mais les conseils partagent tous certaines similitudes. En effet, ces derniers sont composés d'intervenants et de partenaires locaux comme des investisseurs. La MRC ainsi que le Fonds de solidarité FTQ désignent chacun un administrateur au sein du conseil d'administration. Le conseil gère la SOLIDE et prend les décisions concernant les investissements dans le cadre de sa politique d'investissement, le plus souvent avec l'appui de la MRC, de la Société d'aide au développement des collectivités (SADC), du Centre local de développement (CLD), des institutions financières, des cabinets-comptables ou autres.

La capitalisation initiale est de 500 000 \$ dont la moitié provient de SOLIDEQ; cette dernière a pour commanditaires le Fonds de solidarité FTQ et la Fédération québécoise des municipalités (FQM). Le Fonds de solidarité FTQ a injecté 76 millions de dollars dans SOLIDEQ. L'autre moitié est financée par des acteurs du milieu (MRC, municipalités, entreprises, organismes, institutions financières), ou par l'État.

Le financement en entreprise accordé par une SOLIDE se fait principalement sous la forme de prêts participatifs comportant une option d'achat d'actions ou une redevance. Ces investissements se situent le plus souvent entre 5 000 \$ et 50 000 \$ et les principaux destinataires sont des petites et moyennes entreprises, incluant celles d'économie sociale.

Afin d'être admissible, l'entreprise doit œuvrer dans les secteurs primaire, manufacturier et tertiaire moteur, incluant le tourisme. Ensuite, les projets soumis doivent être viables, rentables et doivent contribuer à la création et au maintien d'emplois permanents, sans toutefois créer un déplacement de ceux-ci. De bonnes relations de travail entre entrepreneurs et travailleurs sont de mise. Enfin, l'expertise de l'entrepreneur, le montant de sa mise de fonds et les retombées économiques potentielles favoriseront l'octroi de financement.

Conférences régionales des élus (CRÉ)

Les Conférences régionales des élus (CRÉ) sont principalement des organismes de concertation. Elles sont, de ce fait, les interlocutrices privilégiées de l'administration publique pour les leaders politiques, socioéconomiques et pour les intervenants en développement local et régional. Sur le plan de l'économie sociale, le rôle et l'implication varient d'une CRÉ à une autre. Par exemple, la CRÉ de Montréal a été la première à attribuer des ressources à temps plein à l'économie sociale, grâce au Comité d'économie sociale de l'Île de Montréal (CÉSÎM). Les CRÉ peuvent aussi être liées au Chantier de l'économie sociale par l'entremise de pôles régionaux d'économie sociale.

Le financement provient du ministère des Affaires municipales, des Régions et de l'Occupation du territoire (MAMROT).

Il n'existe pas de paramètres fixes concernant le financement direct en entreprises d'économie sociale puisqu'il ne s'agit pas d'une activité régulière et qu'il n'y a pas d'enveloppe dédiée au

sein d'une CRÉ. Dans les cas de participation de la CRÉ, les montants sont typiquement petits et ont pour but de créer un effet de levier pour lancer un projet plutôt que de jouer un rôle financier prépondérant.

Partie I-1.8 : Récapitulatif des principaux financiers

Le tableau 1 effectue un survol général des financiers énumérés ci-dessus, selon le type de produit financier qu'ils offrent, l'horizon, le taux d'intérêt, le financement maximal et la part maximale du financement du projet. De cette manière, nous pouvons identifier le rôle de chacun de ces acteurs dans le type de financement offert aux entreprises d'économie sociale.

Les principaux financiers sur lesquels nous nous sommes penchés sont la CECOSOL, le réseau des centres locaux de développement, la Fiducie du Chantier, Filaction et Fondation, Investissement Québec, le Réseau de crédit communautaire, et le Réseau d'investissement social du Québec. Comme nous pouvons le constater dans le tableau ci-dessous, les entreprises d'économie sociale peuvent bénéficier d'un support financier de plusieurs acteurs différents, comprenant diverses modalités, que ce soit sous forme de dette, de capitalisation ou d'équité. Toute une gamme de projets viables en économie sociale peut donc en théorie trouver un financement adéquat, que ce soient des projets d'envergure ayant des montages financiers complexes ou des petits projets financés principalement par des subventions. En plus de trouver le financement nécessaire, les projets peuvent bénéficier de services d'accompagnement et de suivi et d'aide technique offerts par leurs partenaires financiers.

Tableau A-1 : Récapitulatif des principaux financiers

	CECOSOL	CLD	Fiducie du Chantier	Filaction
Type de produit financier	Prêt	Subvention (FDEÉS) et Quasi-équité (FLI)	Capitalisation (Capital patient opérations (CPO) et immobilier (CPI))	Équité (prises de participation), prêts participatifs (quasi-équité) et garanties de prêts
Horizon	5 à 7 ans (équipement) et 15 à 25 ans (immobilier)	Selon le projet et selon le CLD	15 ans sans remboursement de capital	2 à 7 ans
Taux d'intérêt	Taux préférentiel + 1 à 4 % selon le risque	Selon le projet et selon le CLD	Entre 7,2 % et 7,67 % (+1 % d'honoraires de suivi)	Selon le projet (risque) et selon les taux du marché
Financement maximal	7,5 M\$	Selon le projet et selon le CLD	250 000 \$ (CPO) et 1,5 M\$ (CPI)	500 000 \$
Part maximale du projet	65 %, autrement une garantie est nécessaire	Pas de maximum officiel, part typiquement plus grande pour plus petits projets.	35 % (CPO) et 31,5 % (CPI)	49 % (prises de participation), 80 %-100 % (garanties)
	Fondation	Investissement Québec	Réseau de crédit communautaire	RISQ
Type de produit financier	Équité (prises de participation), prêts participatifs (quasi-équité) et garanties de prêts	Garanties de prêts et capitalisation	Prêt	Capitalisation, quasi-équité et garanties de prêts
Horizon	5 à 8 ans	5 à 25 ans (garantie), au maximum 10 ou 15 ans (Capitalisation)	2 à 5 ans (fonds), 12 à 36 mois (cercles)	2 ans max. (pré-démarrage), 2 à 10 ans (autres)
Taux d'intérêt	Selon le projet (risque) et selon les taux du marché	Établi par l'institution financière (garantie), avantageux par rapport au marché (capitalisation)	De 0 % à 10 %	8 % (pré-démarrage), selon projet/risque (autres)
Financement maximal	5 M\$	Pas de maximum rapporté (garantie), 500 000 \$ (capitalisation)	20 000 \$ (parfois 50 000 \$ pour prêts-ponts)	100 000 \$ (pré-démarrage), 50 000 \$ (autres)
Part maximale du projet	Minoritaire (prises de participation)	75 % (garantie), 35 % (capitalisation)	Non spécifiée	Non spécifiée

Partie I-2 : Survol de la demande en économie sociale

Le secteur de l'économie sociale au Québec est vaste et le nombre d'acteurs impliqués dans son financement et sa promotion peut parfois sembler impressionnant. Pour cette raison, l'équipe de recherche du CIRANO a entrepris de rencontrer les principaux financiers, 28 centres locaux de développement, et quelques directeurs de projets.

Les rencontres avec les CLD nous ont permis d'échanger avec les acteurs sur le terrain, de connaître leur point de vue sur la demande de projets en économie sociale, de l'accessibilité, et de l'offre de financement au sein de la province. La première partie de cette section est le résultat de ces nombreuses rencontres que nous avons effectuées au courant de 2009 et 2010. Nous commencerons par discuter de nos visites avec les centres locaux de développement, puis nous discuterons des points de vue des directeurs de projets et quelques autres financiers que nous avons rencontrés. Un tableau récapitulatif de nos visites avec les centres locaux de développement se trouve à la fin de la section. Nous présenterons par la suite les constats de nos rencontres avec les directeurs de projets d'économie sociale.

Partie I-2.1 : Rencontres avec les centres locaux de développement

Au printemps 2010, nous avons entamé une tournée provinciale afin de rencontrer des centres locaux de développement dans le but de discuter des besoins de leur région, de leur structure et processus de financement et de leur vision de l'économie sociale. Nous avons entrepris cette tournée après avoir rencontré quelques CLD ayant des besoins diamétralement opposés en matière d'économie sociale. Dès lors, nous avons pleinement réalisé à quel point les régions du Québec pouvaient différer en cette matière et il nous importait de sortir de la vision montréalaise et urbaine de l'économie sociale pour faire entendre les voix de la plupart des régions. Par ailleurs, cette tournée nous a permis de comprendre de façon plus intuitive la demande et le financement des projets en économie sociale sur le terrain, et avoir une certaine vision informelle sur le potentiel de la demande pour des fonds. Nous avons rencontré au total 28 centres locaux de développement répartis sur 13 régions administratives, soit près du quart des 120 CLD répartis au Québec.

La grande majorité des centres locaux de développement que nous avons visités se considère comme étant la « porte d'entrée » pour le financement d'une entreprise ou d'un projet en économie sociale. Les CLD ne font généralement pas de promotion dans le sens qu'ils ne vont pas chercher activement de projets à financer. Les pôles régionaux⁷ d'économie sociale prennent de plus en plus le rôle de promoteur de l'économie sociale, en diffusant de l'information sur ce secteur et en augmentant sa visibilité.

Dans certains cas, les projets doivent déjà bénéficier d'un apport financier du milieu avant d'effectuer une demande de financement auprès du CLD; le niveau d'organisation du projet lorsque le promoteur recherche un soutien financier dépend de la façon de faire du CLD. D'autres accompagneront un promoteur à monter son projet et à trouver du financement.

⁷ Le rôle des pôles régionaux, selon le chantier de l'économie sociale, est de « promouvoir l'économie sociale ainsi que de favoriser la concertation et le partenariat entre les intervenants locaux et régionaux en économie sociale afin d'harmoniser les interventions et d'en maximiser les effets. »

Le financement des projets

Les CLD financent la plupart des projets d'économie sociale par l'entremise d'une subvention : le fonds de développement des entreprises en économie sociale (FDEÉS)⁸. Les CLD financent généralement un démarrage ou une expansion. De nombreux CLD priorisent les subventions afin de financer les entreprises d'économie sociale. Certains vont jusqu'à dire qu'ils évitent le plus possible d'inclure des prêts dans leurs montages financiers. Dans la majorité des CLD que nous avons visités, de nombreux projets bénéficiaient aussi de l'apport de subventions d'Emploi Québec, du Pacte rural (dans les régions), de fonds d'initiatives des communautés rurales, de fonds de diversification économique, fonds de développement touristique, et de certains fonds spécifiques gouvernementaux dédiés à la revitalisation de régions touchées par la crise forestière.

Dans quelques cas, ils trouveront des moyens pour financer des opérations, mais la plupart du temps, ils tentent de jumeler ce financement opérationnel avec un nouveau projet. Les CLD peuvent aussi offrir des prêts via leur Fonds local d'investissement (FLI), mais ce genre d'intervention est moins commun au sein des entreprises d'économie sociale.⁹

La demande de projets en économie sociale

La plus grande majorité des CLD n'a jamais refusé de projets d'économie sociale par manque de fonds. Certains CLD affirment qu'en cas de besoin, ils sauront trouver une manière pour le financer. Seulement deux CLD sur les 28 visités ont dû refuser des projets d'économie sociale viables par manque de fonds, ce qui semble indiquer un équilibre dans le marché des projets d'entreprises d'économie sociale financés par les CLD. Depuis quelques années, on assiste à une plus grande promotion de l'entreprise d'économie sociale, particulièrement au niveau des pôles régionaux, et plusieurs CLD prévoient une augmentation de la demande de projets suite à cette tendance.

La demande de projets varie aussi selon l'historique des régions que nous avons visitées : par exemple, la demande de financement pour des entreprises d'économie sociale est relativement faible pour une région dont l'esprit entrepreneurial est fortement ancré dans les coutumes. Le CLD ne finance que 1 à 2 projets par an. Parallèlement, lorsqu'un projet d'économie sociale se

⁸ Les montants annuels alloués aux Fonds de développement des entreprises en économie sociale (FDEÉS) varient selon les CLD que nous avons rencontrés, se situant en général entre 40 000 \$ et 90 000 \$ pour les CLD dans les régions, jusqu'à 400 000 \$ en ville. Depuis quelques années, les CLD décident eux-mêmes la part qu'ils veulent allouer à leur FDEÉS, ce qui permet une certaine flexibilité par rapport à la demande de financement de projets en économie sociale de leur région, et permet aussi au CLD de décider de la direction qu'il veut prendre en matière de développement local. Quant au nombre annuel d'entreprises que les CLD décident de financer avec leur fonds, les avis sont partagés. Certains CLD offriront des montants relativement peu élevés afin d'aider le plus grand nombre d'entreprises possible. D'autres préfèrent allouer des sommes plus importantes, par exemple un montant de 30 000 \$ par projet, mais n'en financent que deux par an. De cette manière, le CLD estime qu'il peut réellement servir de levier dans un projet qu'il juge à la hauteur.

⁹ En ce qui concerne l'utilisation du FLI dans le financement des entreprises d'économie sociale, les avis sont partagés : certains CLD ne financent pas les projets d'économie sociale avec des FLI; d'autres les utilisent, car ils estiment que les FLI offrent plus de flexibilité et sont plus accessibles que d'autres prêts qui doivent souvent obéir à des critères plus stricts (Banques, Investissement Québec, Fiducie, etc.). Finalement, certains CLD sont ouverts à offrir le FLI aux entreprises d'économie sociale, mais ne le font que très rarement et en cas de dernier recours.

développe, la mobilisation de ce milieu est très puissante; la plupart des entrepreneurs principaux étant très ancrés dans leur milieu, la collecte de fonds en bénéficie largement. Le financement par subventions du milieu de cette région équivaut parfois à 80 % du financement total du projet final.

Certaines régions doivent faire face à des problèmes de pénurie de main-d'œuvre locale, ce qui affecte inévitablement la demande de projets. Au niveau de l'économie sociale, un certain manque d'expertise au niveau des promoteurs suscite un besoin de main-d'œuvre pour de l'assistance technique et du suivi. Un CLD estime aussi que le manque de membres compétents sur les CA affecte directement les chances de réussite d'une entreprise d'économie sociale. Cependant, dans des régions généralement plus urbaines, on remarque une augmentation de têtes dirigeantes qui ont une vision plus entrepreneuriale de l'économie sociale. Les jeunes entrepreneurs semblent de plus en plus intéressés par cette forme juridique. Nous avons eu vent d'une poignée d'entrepreneurs ayant quitté Montréal afin de démarrer une entreprise d'économie sociale en Mauricie, dans le secteur du tourisme.

En ce qui concerne les chances de réussite des projets, malgré la pluralité des secteurs, tous les CLD rapportent un très faible taux d'échec et de faillite d'entreprises d'économie sociale. Les entreprises d'économie sociale bénéficient d'un suivi fourni par les différents acteurs du milieu et par la motivation des promoteurs qui ont un grand intérêt dans la mission sociale de l'entreprise. Seulement un des CLD que nous avons visité nous a fait part d'un taux d'échec relativement élevé.

Les secteurs et tendances

Les entreprises d'économie sociale couvrent une vaste majorité de secteurs, que ce soit des services de première ligne, des microbrasseries, le secteur touristique, le secteur de la santé, en passant par les radios communautaires. La gamme économique est vaste et la plupart des acteurs s'entendent pour dire que l'économie sociale est extrêmement variée.

La demande de projets en économie sociale dépend généralement des besoins spécifiques de la région. Par exemple, dans les régions rurales, il s'agit souvent de services de première ligne : de nombreuses régions souffrent d'un dépeuplement qui s'aggrave lorsque la dernière épicerie ou le dernier dépanneur ferme ses portes, que ce soit par faillite, faute de relève, etc. Dans ces cas, le milieu se mobilise afin de garder ces services qui affectent directement la survie de la communauté. Les coopératives de santé et des résidences pour personnes âgées connaissent aussi un essor, particulièrement dans les régions éloignées. Ces établissements permettent de lutter contre l'exode des personnes âgées vers les plus grands centres, ce qui se traduit par une perte notable pour leurs communautés d'appartenance.¹⁰

Certains CLD sont d'avis que les entreprises d'économie sociale occupent une place dans l'économie que le secteur privé n'a aucun intérêt à combler; en effet, s'il était lucratif, le secteur

¹⁰ Il est à noter cependant qu'une fois le service de première ligne financé, le besoin est comblé et une expansion est rarement nécessaire : c'est-à-dire qu'il n'y aura pas de besoin de financement chaque année pour un supermarché de plus. Une fois qu'il est implanté, la demande pour ce secteur est comblée. Cette caractéristique structurelle du marché peut constituer un frein pour la croissance de la demande en économie sociale.

privé y serait déjà présent. Prenons l'exemple d'un projet de navette d'autobus reliant des villes de région; la nécessité d'une telle navette s'est fait sentir par la population, qui était mal desservie par le secteur privé. Le CLD a rendu le projet possible, mais nous assure qu'aucune compagnie privée ne voudrait se charger d'une telle entreprise. Les salaires peuvent être directement affectés par cette condition : Un CLD dans une région plus rurale nous a affirmé que les salaires offerts par les entreprises d'économie sociale étaient assez bas. De nombreuses entreprises dépendent aussi du travail de bénévoles afin d'assurer leur succès. Dans ces cas-ci, le secteur privé n'est définitivement pas intéressé à s'investir.

D'un autre côté, de nombreuses entreprises d'économie sociale réalisent des chiffres d'affaires assez importants et permettent d'offrir des salaires compétitifs. Par exemple, une entreprise d'économie sociale de services de nettoyage¹¹ dans une région plus urbaine permet d'offrir les mêmes services qu'au secteur privé, à des salaires similaires. Par ailleurs, les chiffres d'affaires de cette entreprise sont plus que satisfaisants. Un CLD dans un milieu urbain nous a informés que les salaires moyens pouvaient s'élever à 21 \$ de l'heure. Les projets d'économie sociale sont donc extrêmement variés au sein même de leur niveau de viabilité.

Le choix de la forme juridique

En ce qui concerne l'utilisation d'une forme juridique plutôt qu'une autre, on remarque généralement une préférence pour la formule OSBL dans les secteurs urbains, et coopérative dans les secteurs ruraux. Certains CLD parlent d'une tendance à la hausse des OSBL. Les coopératives de santé semblent aussi prendre de l'essor; dans ces cas, les services de santé sont offerts à tous, mais les membres auraient des privilèges, par exemple des accès plus rapides à différents services de santé au sein de la coopérative.

Le secteur immobilier

Certains CLD choisissent de financer des coopératives d'habitation. Les CLD qui se lancent dans le secteur de l'habitation le font afin de contrer l'exode des villages et d'offrir certains services spécifiques à la population locale (logements pour les aînés par exemple). Le secteur immobilier est généralement pris en charge par les groupes de ressources techniques, qui peuvent couvrir de larges territoires.

¹¹ Notons que les CLD sont réticents à financer des entreprises d'économie sociale qui pourraient entrer en compétition avec des entreprises privées, particulièrement en région. Un CLD en particulier préfère éviter de financer toute forme d'entreprise d'économie sociale qui pourrait se retrouver dans ce genre de situation. Ils font bien attention à vérifier qu'une entreprise similaire ne soit pas implantée à proximité d'un projet potentiel en économie sociale. Cependant, un CLD d'une région rurale différente estime que même s'il tente d'éviter toute forme de compétition, certains projets réussissent quand même à passer (coopérative funéraire, friperie, deux entreprises qui étaient déjà présentes au privé).

Concepts d'économie sociale parmi les CLD

Comme nous l'avons vu précédemment, la définition de l'économie sociale selon le chantier de l'économie sociale comporte deux volets : économique et social.

Une entreprise d'économie sociale doit être soit de la forme d'une coopérative, soit d'une OSBL. Elle doit aussi être viable et générer des revenus indépendants, et assurer la primauté de la personne sur le capital.

La compréhension en profondeur du concept d'économie sociale a évolué au sein même de certains CLD, depuis les dernières années; l'un d'entre eux ayant effectué un recensement des entreprises d'économie sociale de sa région il y a quelques années nous a avoué qu'il n'y inclurait pas certaines entreprises, qu'il juge faire partie d'un volet plus communautaire, si le recensement était à refaire. Un directeur de CLD a d'ailleurs affirmé qu'il y a 5 ans, l'économie sociale était méconnue et confondue avec le milieu communautaire, et que ce n'est que récemment qu'elle commence à être mieux comprise par le milieu.

Le statut juridique

La plupart des CLD que nous avons rencontrés s'entendent sur le statut juridique des entreprises d'économie sociale. Nous n'avons rencontré qu'un seul CLD pour lequel le concept d'économie sociale devrait englober, selon lui, une vision plus large, que l'on pourrait qualifier d'économie solidaire. Dans ce cas particulier, les entreprises qui encouragent le développement économique d'un quartier sont une forme d'économie sociale en soi; dans ce cas, le financement d'une épicerie privée dans un quartier qui souffrait d'une dévitalisation a permis d'être un des facteurs déclencheurs de la reprise économique locale. Pour les autres, le volet juridique n'est pas remis en question.¹²

La mission sociale

Il reste quelques différences subtiles et des divergences d'opinions entre les CLD quant à la définition exacte du volet social d'une entreprise d'économie sociale. Prenons comme exemple un CLD ayant financé le projet d'un OSBL dont la finalité n'était pas sociale. D'un autre côté, les services offerts par cette entreprise affectaient directement la survie de nombreux commerces de la région. Le CLD a donc décidé de financer cette entreprise à même son fonds de développement des entreprises d'économie sociale. Le projet a été un succès et l'économie de la région en a largement bénéficié. Le même CLD s'est posé la question quant à savoir si la création d'emploi ne serait pas un volet social en soi; donc pour le directeur de ce CLD, une

¹² De nombreux CLD se sont dotés de grilles d'évaluation plus ou moins détaillées, dans lesquels différents éléments des projets sont cotés selon leur finalité sociale, leur viabilité, leur implantation dans le milieu, etc. Ces grilles leur permettent de travailler sur les lacunes du projet avant son démarrage, que ce soit dans son aspect viable ou social. Certains CLD suivent une grille d'accréditation déterminée pour la région administrative au complet, alors que d'autres se basent sur leurs connaissances du milieu et de l'économie sociale, et estiment que leurs connaissances sont suffisantes, ou que le conseil d'administration est compétent et sait refuser les projets qui ne sont pas viables.

mission sociale ne serait pas nécessaire pour pouvoir bénéficier du financement du FDEÉS, tant et aussi longtemps que la création d'emploi est une des conséquences directes du projet.

À l'opposé, nous avons rencontré un directeur de CLD pour lequel la mission sociale et la distribution des bénéfices à la communauté sont primordiales. La seule création d'emploi n'est pas suffisante. Ce dernier nous a cité l'exemple de trois individus qui se rassembleraient pour former une coopérative d'alimentation afin de profiter des avantages qu'offrirait cette forme juridique; dans ce cas, ils ne bénéficieraient pas du financement du FDEÉS de ce CLD. De plus, la présence de ristournes aux membres serait un facteur disqualifiant une entreprise désirant être reconnue comme « sociale »; tous les trop-perçus doivent, encore selon ce directeur, retourner à la communauté. Le simple statut de coopérative n'est pas suffisant. L'entreprise doit absolument détenir une mission sociale, et être fortement soutenue par le milieu.

La viabilité

Un autre aspect primordial pour les entreprises d'économie sociale faisant une demande de financement est leur aspect marchand. Dans la plupart des CLD, la viabilité du projet est aussi importante que la mission sociale. Cet aspect primordial est pourtant souvent méconnu par le public, qui ne distingue pas de différence entre une entreprise d'économie sociale et une entreprise communautaire. La distinction est pourtant précise pour les CLD.

Il est à noter que les CLD peuvent financer des projets issus du communautaire avec des fonds dédiés aux entreprises d'économie sociale, tant et aussi longtemps qu'ils sont rattachés à un volet marchand.

Les centres de la petite enfance : une zone grise

Finalement, une note sur les centres de la petite enfance (CPE) et les services de garde : leur inclusion dans l'accessibilité au FDEÉS dépend de la vision du CLD. Certains les incluent dans l'économie sociale et les financent, d'autres estiment que le fait que le gouvernement soit le client principal les exclut d'une admissibilité au FDEÉS. Un des CLD que nous avons rencontré a cessé leur financement alors qu'il les finançait auparavant.

Récapitulatif de nos rencontres

Le tableau A-2 récapitule les différentes informations que nous avons obtenues en discutant avec 25 des 28 CLD que nous avons rencontrés¹³. Ce tableau inclut le nombre de projets annuels que ces derniers financent, le taux d'échec, leurs principaux partenaires financiers et les subventions utilisées, la part du CLD dans le financement total et les secteurs dans lesquels ils œuvrent. Nous remarquons à la lecture du tableau que dans de nombreux CLD, le partenaire financier le plus récurrent est la caisse populaire. Investissement Québec, le RISQ et la Fiducie sont aussi présents.

¹³ Certains CLD ne sont pas inclus, les résultats des rencontres ne cadrant pas dans les catégories du tableau ci-dessous.

Nos interlocuteurs nous ont aussi donné leurs impressions sur la tendance générale du nombre de projets en économie sociale dans leur région et la disponibilité de fonds pour des projets viables. Généralement, comme il a été mentionné ci-dessus, il ne manque pas de fonds pour des projets viables. Par ailleurs le secteur de l'économie sociale est soit stable, soit en croissance; les secteurs et les types de projets sont extraordinairement diversifiés; il n'existe aucun « projet type ».

Tableau A-2 : Récapitulatif de 25 de nos rencontres avec les CLD

	Projets annuels	Manque de fonds pour projets viables	Demande de projets en économie sociale / tendances	Utilisation du FLI	Taux d'échec	Partenaires financiers	Autres subventions	Part du CLD dans le financement total	Secteurs
1	10	Non		oui - rare			Emploi Québec	Jamais plus de 80 %	
2	1-2	Non	Faible; culture très entrepreneuriale; besoins sociaux sont moins importants dans cette région			Majeur : Desjardins	Grosses subventions du milieu (80 % du fin total) Pacte Rural		Agroalimentaire, agriculture, alimentation animale, coops de santé
3		Non	Souhaite une augmentation de la demande. Ce CLD encourage fortement l'économie sociale.			SADC Desjardins Moins fréquents : IQ (un peu lourd) RISQ, Caisse solidaire (pour gros projets)			
4	2	Oui	La demande est à la hausse		Difficile à évaluer; similaire à celui des entreprises privées	Caisses populaires garantie par IQ à 85 %; RISQ; peu de Fiducies	Pacte Rural	Généralement élevée	Culture, agroalimentaire, etc. Pas de secteur manufacturier
5		Non	La demande évolue dans une plus grande diversité plutôt qu'un plus grand volume						Sports, alimentation, informatique, culture
6			S'il y avait plus de support financier, il y aurait plus de projets.			Caisse populaire, CRÉ, municipalité. Très peu avec IQ	Pacte Rural	Peut aller jusqu'à 80 %	Loisirs, plein air, tourisme, popotte roulante
7	3	Oui	Demande a énormément augmenté depuis crise forestière			Caisse populaire, acteurs locaux	Pacte Rural	20 % en moyenne	
8		Non				Caisse populaire, milieu, fiducie pour un projet		5 000 à 10 000 par projet	

	Projets annuels	Manque de fonds pour projets viables	Demande de projets en économie sociale / tendances	Utilisation du FLI	Taux d'échec	Partenaires financiers	Autres subventions	Part du CLD dans le financement total	Secteurs
9	6	Non		Oui	Pas de faillites dans la région	Caisse populaire		Effet levier de 16,7 %	Les plus récents projets sont principalement dans le secteur culturel
10	2-3	Non	Pas beaucoup de projets mais une expansion est palpable; peu de démarrage	Non	Lié à des problèmes de gestion; taux de survie des coops est très bon	RISQ, Caisse populaire, IQ, Fiducie (mais produit très complexe)	Pacte rural	10 %	Services de proximité
11	7-8	Non				Caisse populaire, municipalités, communautés religieuses, parfois SADC	Pacte Rural	Entre 10 et 80 %	
12	5-6	Non	Croissance au niveau des coopératives mais demande de financement assez stable	Oui		Caisse populaire. Gros projets : IQ, Chantier, CECOSOL	Emploi Québec		Services de proximité
13		Non		Oui, dernier recours	Très peu	Caisse populaire, ville, SADC, Partenaires du milieu	Emploi Québec		Tourisme, biocarburant
14	10	Non		Oui, à 50 %		Caisse populaire, Milieu local, IQ, Fiducie	Pacte rural, fonds dédiés à la crise forestière		Services de proximité, coops forestières, tourisme
15		Non		Oui	89 % des EÉS déclarent être en croissance ou stables	Caisse populaire, IQ, Fiducie, etc.		10 000 \$ max par projet	Très diversifié
16		Non	Une certaine augmentation au courant des dernières années	Non	Taux de faillites très bas	CRE, Emploi Québec, Mamrot, Fiducie, IQ (peu), caisses populaires (peu)		Parfois jusqu'à 100 %	Très diversifié
17	4-5	Non	Concept encore mal connu dans la région. Pas beaucoup de gros projets. Tendance à la hausse de demande de projets d'EÉS	Oui, rarement	Taux de faillites bas	RISQ, IQ, Institutions financières		Jusqu'à 80 %	Diversifié

	Projets annuels	Manque de fonds pour projets viables	Demande de projets en économie sociale / tendances	Utilisation du FLI	Taux d'échec	Partenaires financiers	Autres subventions	Part du CLD dans le financement total	Secteurs
18	2-3	Non	Peu de demandes			Caisse Desjardins et IQ			Le secteur de la santé est propice à se développer au courant des prochaines années, ainsi que le secteur de l'environnement
19	1	Non	La demande est à la hausse	Non	Assez élevé : en 10 ans, 5-6 nouvelles entreprises ont été créées, mais 5-6 entreprises ont déclaré faillite)	Agence de santé et services sociaux de Laval Comité sectoriel de la main d'œuvre / Économie sociale Québec Emploi-Québec Laval Filaction Investissement Québec La Fiducie du Chantier de l'économie sociale Le Réseau d'investissement social du Québec		Ne doivent pas dépasser 80 % du coût total des dépenses admissibles au projet.	
20	3	Non				IQ, RISQ, Caisse populaire			Culturel, ressource, hébergement
21		Non	Peu de demandes					Maximum 8 000 \$	Pas de secteur spécifique; services de proximité; sports, habitation, CPE
22	1-2	Non	La demande est assez stable mais estime qu'elle prendra de l'envergure dans les prochaines années			Desjardins (pas IQ ni fiducie)			Services, proximité, travailleurs autonomes
23	7-8	Non	Tendance légère à la hausse à cause des pôles	Oui		Très peu, locaux, institutions financières		Maximum 25 000 \$	Transport, coop funéraire, internet, aide domestique

	Projets annuels	Manque de fonds pour projets viables	Demande de projets en économie sociale / tendances	Utilisation du FLI	Taux d'échec	Partenaires financiers	Autres subventions	Part du CLD dans le financement total	Secteurs
24				Oui		Pour les projets majeurs, le CLD va tenter de chercher 20 % de financement local. Le reste provient de la caisse (bailleur de fonds majeur), Investissement Québec (garanties de prêt) et le FLI (les frais d'intérêt peu élevés).			Multiservices, coop santé, culture, ferme, marché public
25	4	Non	Demande à la hausse	Rarement		RISQ, Fiducie, IQ, Filaction (peu)			Commerce de détail, services-conseil, tourisme

Partie I-2.2 : Projets en économie sociale

Dans le cadre de nos rencontres avec les différents acteurs du milieu, nous avons discuté avec plusieurs financiers sur la question de la demande de projets en économie sociale, ainsi qu'avec cinq directeurs de grands projets en économie sociale. Selon certains directeurs de projet, il peut s'avérer difficile pour un grand projet d'économie sociale de trouver du financement, particulièrement dans les premiers stades. L'un des directeurs de projet que nous avons rencontré a dû, pour se financer, dépendre largement de travail bénévole, et démarrer un projet de plus petite envergure pour ensuite le transformer au projet initial. Le CLD n'a accepté de financer ce projet qu'une fois dans sa phase de démarrage. Dans certains cas, le plus gros du travail de démarrage doit donc être fait de façon bénévole avant de pouvoir bénéficier de financement de la part du CLD.

Un financier important que nous avons rencontré estime cependant que bien que les besoins de financement en économie sociale peuvent être en théorie illimités, la capacité d'emprunt du marché est, pour sa part, beaucoup plus limitée. Certains secteurs auraient davantage besoin de subventions que de financement. Par exemple, la Fiducie du Chantier planifiait prêter 10 millions par an, mais elle n'atteint pas ses objectifs, car peu de projets se classent malgré la demande. Par contre, il estime qu'une entreprise d'économie sociale ayant les capacités d'emprunter n'aura pratiquement aucun problème pour trouver du financement. Ce financier déplore le manque de promoteurs d'entreprises d'économie sociale, car cela demande beaucoup de temps et un minimum de compétences.

Cependant, après avoir rencontré un directeur d'un grand projet, ce n'est pas la demande qui serait en cause mais plutôt la difficulté à obtenir du financement lorsque le projet est encore au stade d'ébauche. Ce directeur affirme que ce manque flagrant de capital de risque fait en sorte que de nombreux projets d'envergure en économie sociale ne verront jamais le jour.

Il va sans dire que les points de vue diffèrent de façon considérable sur le besoin de financement de projets, ainsi que sur la meilleure structure de financement. Pour rajouter à cette complexité, il n'existe pas un projet « type » d'économie sociale. En effet, en rencontrant les CLD et les différents intervenants, nous avons compris à quel point les projets sont diversifiés, que ce soit dans le secteur, la taille, ou le besoin de financement.

Afin d'illustrer cette diversité, nous présentons quelques-uns de ces types de projets ci-dessous.

Les projets de services de première ligne (région)

De nombreux CLD en région nous ont fait part de leur financement des services de première ligne. En effet, lors qu'il s'agit de sauver la dernière épicerie ou la dernière station-service du village, la communauté se mobilise pour assurer sa survie. Dans ce genre de situation, le secteur privé se retire car le projet n'est pas assez rentable. Généralement, ce genre de projet bénéficie de subventions du CLD, de l'apport de la communauté, et une fois construit, n'a pas comme but l'expansion. Les financiers tels que la Fiducie, Investissement Québec, et CECOSOL sont généralement absents dans le montage financier. On y retrouve plutôt le CLD et la caisse populaire de la région.

De tels projets sont rares dans des milieux plus urbains; nous avons eu vent, d'une épicerie urbaine ayant bénéficié de l'apport du CLD dans le but de revitaliser un quartier. Cette épicerie n'était pas de la forme COOP ou OBNL mais a contribué au développement économique du quartier.

Autres petits projets (région)

Dans la définition informelle d'une entreprise d'économie sociale, il existe un type d'entreprise dont le secteur ou l'activité sont oubliés par le secteur public, et dont le secteur privé ne veut pas car ce genre de projet n'est pas assez rentable. Un exemple serait le service de navette entre deux villes en Estrie, qui ne sont pas desservies par le secteur privé, mais dont le besoin s'est fait ressentir par la communauté. Le directeur du CLD nous a affirmé que « personne ne voudrait gérer ce genre de projet », mais qu'il était nécessaire.

Ces projets sont le plus souvent subventionnés à 100 %, par l'apport de la communauté et par le Fonds de développement d'économie sociale attribué par le CLD de la région. Les grands financiers (Investissement Québec, Fiducie du Chantier, Fonds FTQ, CECOSOL) sont généralement absents de l'équation, car ils sont, selon certains CLD, 'trop complexes' et coûtent 'trop cher'.

Les entreprises n'ayant pas de mission sociale mais qui sont importantes pour le développement économique de la région

Nous avons rencontré quelques directeurs de CLD pour lesquels la mission sociale en soi de l'entreprise d'économie sociale n'est pas importante, mais se rattrape en générant des retombées économiques et par la création d'emplois. Nous avons remarqué qu'en région, 'entreprise d'économie sociale' et développement économique régional sont souvent reliés. Par exemple, la création d'une coopérative de golf peut sembler inapte à recevoir du financement du FDEÉS. Cependant, pour une région qui n'a pas d'incitatifs à contrer l'exode de ses jeunes, ce projet peut avoir comme avantage de devenir un outil de rétention.

De la même façon, un CLD a aidé une entreprise coopérative en difficulté qui, selon le directeur du CLD, ne détenait pas de mission sociale. Cependant, la survie de cette entreprise a assuré la survie de nombreux commerces avoisinants, empêchant un 'effet domino' de la fermeture de commerces et la perte subséquente d'emplois.

Les grands projets (10 M\$ et plus)

Comme nous l'avons mentionné, nous avons rencontré cinq directeurs de grands projets dans différents stades d'évolution (trois en développement, un en difficulté et un en faillite).

C'est souvent ce genre de projet qui bénéficie de prêts de la Fiducie, Investissement Québec, CECOSOL, et du RISQ. Leur montage financier est souvent très complexe et comprend des subventions et des prêts de multiples sources. Le projet 1 du tableau A.3 ci-dessous permet de

visualiser cette complexité. Les deux projets en développement nous ont fait part de la difficulté de coordonner autant d'acteurs.

Certains grands projets ont connu ou connaissent des risques de type politique. Par exemple, un projet d'envergure dans une ville a souffert d'un manque de vision du conseil municipal. L'entreprise existait depuis une douzaine d'années et a représenté près de 50 millions de dollars en retombées économiques pour la ville. Un autre projet en développement que nous avons visité a également été victime de ce genre de risque. Ce projet d'économie sociale englobe de nombreux volets, dont un édifice suivant des normes environnementales strictes, une plate-forme de diffusion et de vente d'art local, un programme de réinsertion sociale pour certains emplois de soutien, et une restauration alimentée par la production locale et/ou biologique. Lorsque celui-ci a nécessité l'aide financière d'un organisme offrant de la subvention au démarrage, des complications politiques ont entraîné un refus de participation initiale. L'organisme subventionnaire a finalement participé au financement du projet, mais après que le projet soit établi comme viable et en voie d'être réalisé.

Montages financiers des projets d'entreprises d'économie sociale

Comme nous l'avons déjà mentionné, un projet d'économie sociale peut être financé par plusieurs différents partenaires financiers.

Dans le cas des partenaires financiers des CLD, le plus cité lors de nos rencontres est la caisse populaire des régions, particulièrement dans les régions moins urbaines. Certaines caisses ont elles-mêmes des fonds pour le développement local et offrent des subventions pour le développement de projets en économie sociale. Les CLD peuvent travailler en partenariat avec d'autres financiers de l'économie sociale :

- Investissement Québec est relativement présent, mais plus souvent pour les projets d'envergure. Quelques CLD estiment que les critères d'Investissement Québec ne sont pas assez flexibles pour certains types de financement de projets d'entreprises d'économie sociale.
- Peu de CLD rencontrés se tournent vers les fonds de Filaction, car ils estiment que les taux d'intérêt sont souvent trop élevés et peu adaptés pour des entreprises d'économie sociale. Ce sont surtout dans les milieux urbains et pour les gros projets que nous les retrouvons comme partenaires financiers.
- En ce qui concerne le produit offert par la Fiducie du Chantier, plusieurs CLD dans des milieux urbains estiment que le produit est très intéressant. L'un d'entre eux aimerait qu'il soit utilisé plus souvent, mais le nombre de projets d'envergure en développement n'est malheureusement pas assez élevé selon lui pour utiliser l'outil de la Fiducie à son plein potentiel. Cependant, lorsqu'on s'éloigne des milieux urbains, la Fiducie est rarement présente car selon un des CLD, elle demanderait un trop haut niveau de rendement qui ne serait pas adapté au milieu rural.

Le tableau A.3 donne un aperçu des montages financiers de quelques projets ayant bénéficié de l'aide financière de la Fiducie du Chantier; nous avons numéroté les projets à des fins de confidentialité.

Nous remarquons immédiatement que le nombre de partenaires financiers peut être élevé, surtout lorsqu'il s'agit de subventions. Le projet no 1, par exemple, a été financé grâce à un prêt par la Caisse populaire de la région, de la quasi-équité provenant du centre local de développement et de la Fiducie, et par des subventions provenant du ministère des Affaires municipales et des régions, le ministère du Tourisme, Développement économique Canada, le Fonds sur l'infrastructure municipale rurale, la ville, et la Conférence régionale des élus.

Par ailleurs, la part de la subvention et de la mise de fonds varie grandement d'un projet à l'autre : dans le cas du projet 1, celle-ci est de 71 %, et monte jusqu'à 91 % pour le projet 3. Le projet 2, cependant, n'a bénéficié d'aucunes subventions et s'est financé principalement par l'entremise d'un prêt auprès de la caisse d'économie solidaire. Nous avons trouvé qu'en moyenne, pour les projets 2007-2008-2009 de la Fiducie, la part de la subvention et de la mise de fonds des projets s'élevait à 45 %.

Tableau A.3 : Exemples de montages financiers de projets financés par la Fiducie

Projet	Partenaires dettes	Partenaires quasi-équité	Partenaires subventions et autres	% dette	% quasi-équité	% subvention et mise de fonds
1	Caisse populaire (garantie par la Ville)	Centre local de développement Fiducie	Ministère des Affaires municipales et des régions Ministère du tourisme, DEC, Fonds sur l'infrastructure municipale rurale, ville, Conférence régionale des élus	13 %	16 %	71 %
2	Caisse d'économie solidaire (garantie par la Financière agricole)	RISQ Fiducie	Aucun	76 %	18 %	0 %
3	Aucun	RISQ Fiducie	Ville, Tourisme Bas St-Laurent, ministère des Affaires municipales et des régions, ministre du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation, DEC - diversification, Conseil régional des élus, Hydro-Québec, Caisse Desjardins, Centre local de développement	0 %	9 %	91 %
4	Caisse d'économie solidaire Desjardins	RISQ CDEC, Fiducie	Ville, programme d'infrastructure, ministère de l'Éducation du loisir et du sport, CDEC, subvention étude	3 %	9 %	88 %
5	Caisse populaire	Investissement-Québec	CLD, Deux MRC, Caisse populaire, municipalité, notaire, Conseil régional des élus, BMR Groupe Gagnon	26 %	15 %	31 %

Conclusion

Comme nous pouvons le constater, chaque région québécoise comporte des besoins et visions différentes en matière de financement. L'économie sociale touche des secteurs variés et les projets peuvent être petits ou d'envergure. Il serait impossible de dresser un « portrait type » d'une entreprise d'économie sociale.

Par ailleurs, les partenaires financiers d'un projet peuvent être multiples, pouvant mener à un montage financier complexe. Nos principales conclusions découlant de nos rencontres avec les CLD et les directeurs de projet sont les suivantes :

1. Généralement, les projets viables ne sont pas rejetés par manque de fonds; selon nos rencontres, l'offre de financement provenant des CLD est adéquate.
2. Les entreprises d'économie sociale financées par les CLD comptent beaucoup sur les subventions.
3. Les CLD se voient comme étant la porte d'entrée des projets en économie sociale. La forme juridique est primordiale (doivent être de forme coopérative ou OBNL), et le projet doit être viable. Cependant, il existe quelques divergences concernant l'importance de la mission sociale de l'entreprise.
4. Le taux d'échec des entreprises d'économie sociale est relativement faible étant donné le soutien dont elles bénéficient de la communauté et les différents acteurs impliqués.
5. Il n'existe pas un « projet type » d'économie sociale; ils varient énormément selon leurs coûts, leur secteur, leur besoin de financement, leur viabilité et leur mission sociale. Dans les régions, l'économie sociale peut servir à retenir de nombreux services de première ligne et éviter l'exode de la population. Cependant, les entreprises d'économie sociale peuvent aussi être très compétitives et offrir des salaires avantageux.
6. Les montages financiers peuvent être complexes, particulièrement pour les projets d'envergure.
7. L'activité bourgeonnante de certains pôles d'économie sociale pourrait augmenter la visibilité de ce secteur et par ricochet augmenter la demande de projets en économie sociale.

Partie I-3 : Principaux constats

L'offre de financement des projets d'économie sociale est multiple et complexe. Nous avons identifié huit financiers dont le financement est dédié (spécifiquement ou en partie) aux entreprises d'économie sociale. Ces organismes offrent des prêts, garanties de prêt, capitalisations, et subventions. Plusieurs financiers indirects se rajoutent, ainsi que des subventions gouvernementales disponibles autant aux entreprises privées que d'économie sociale.

Outre les subventions, comprenant le Fonds de développement des entreprises en économie sociale octroyé par les CLD, l'économie sociale au Québec profite donc d'une offre de financement très diversifiée. La présence du Mouvement Desjardins dans le domaine bancaire favorise le financement traditionnel, particulièrement en région. En particulier, la Caisse d'Économie Solidaire, appuyant fortement le développement de l'économie sociale, s'avère un atout pour son financement. L'activité bancaire traditionnelle est soutenue par Investissement Québec qui fournit des garanties de prêt aux institutions financières. Ces garanties de prêt sont souvent essentielles à l'octroi de prêts d'institutions financières en raison de la spécificité des projets de l'économie sociale qui fait en sorte que le risque est difficilement mesurable via les méthodes traditionnelles utilisées par l'industrie bancaire. De plus, la structure collective des entreprises d'économie sociale implique l'absence de garanties personnelles des membres, ce qui limite la capacité d'emprunt.

L'offre de financement bancaire est complétée par de nombreuses sources de capital de risque, entre autres la Fiducie du Chantier de l'Économie Sociale, Filaction et le RISQ. Pour les projets de plus grande envergure, d'autres sources de financement sont disponibles telles que les Fonds de travailleurs, Fondation et le Fonds de Solidarité, ainsi que le Capital régional et coopératif Desjardins.

Par contre, tel que mentionné dans l'analyse précédente et selon les rencontres effectuées auprès de plusieurs intervenants, il n'y a pas ou très peu de projets qui n'ont pu se réaliser faute de financement.

Selon la majorité des intervenants rencontrés, il semble exister actuellement un équilibre entre les sources de financement et les projets à financer.

Toutefois, si le développement de l'économie sociale devait s'accélérer, soit via un nombre plus élevé de projets ou par des projets de plus grande envergure, d'autres sources de financement pourraient être requises pour compléter les sources de financement actuelles. Quelques éléments semblent en effet indiquer un potentiel de croissance :

- 1 - Quelques directeurs de projet indiquent que l'accès souvent complexe au financement peut constituer un frein au développement de nouveaux projets en économie sociale.
- 2 - La compréhension de ce qu'est l'économie sociale commence à être meilleure; cela pourrait encourager plus d'entrepreneurs à démarrer des projets dans ce domaine;
- 3 - Les pôles d'économie sociale effectuent une promotion du secteur et certains CLD affirment que cela pourrait affecter la demande à la hausse.

PARTIE II – ESTIMATION DE LA TAILLE DU MARCHÉ DE L'ÉCONOMIE SOCIALE

Afin de pouvoir étudier la faisabilité d'un marché secondaire en économie sociale, il est primordial d'estimer la taille de son marché, plus précisément, le financement total annuel des projets en économie sociale.

Il n'existe présentement aucune base de données sur le financement des projets en économie sociale. Quelques portraits régionaux ont été effectués, dont le Portrait statistique de l'économie sociale de la région de Montréal, mais ces derniers ne traitent pas de la demande de financement des projets. Le nombre d'acteurs impliqués, de subventions, de prêts et garanties de prêts dédiés en partie ou pleinement aux entreprises d'économie sociale, est vaste. Estimer la taille du marché social au Québec représente donc un défi de taille.

Le but de cette partie sera d'estimer le mieux possible la borne inférieure de la taille du marché des biens et services et de déterminer s'il existe ou non une réelle croissance dans le financement des entreprises d'économie sociale. En premier lieu, nous présenterons deux estimations, la première effectuée par le MDEIE et la seconde par Gilles Bourque, Marguerite Mendell, Ralph Rouzier, dans leur livre 'La finance responsable au Québec'. Par la suite, nous présenterons les différentes méthodes d'estimation qui peuvent être utilisées pour estimer le marché. Finalement, nous présenterons l'estimation proposée par le CIRANO, qui se base sur les données de financement des CLD du Québec. Il est à noter que cette estimation ne tiendra pas compte des projets qui ne sont pas financés par les CLD et qu'il s'agit donc d'une borne inférieure, et ne tiendra pas compte des grandes coopératives agricoles et financières.

Partie II-1 : Le Bilan triennal des centres locaux de développement du MDEIE et les rapports sur l'activité des CLD et des organismes partenaires de Montréal

Le gouvernement du Québec n'a pas effectué de survol complet de la taille du marché de l'économie sociale de la province.

Par contre, le MDEIE a publié, en mai 2009, un rapport intitulé « Bilan triennal des Centres locaux de développement, 2004-2006 », nous offrant un bon nombre de tableaux de statistiques concernant les CLD. Les données pour les CLD hors Montréal sont recueillies par le MDEIE, sous forme de questionnaire/sondage. Les données pour les CLD (ou CDEC à mission CLD) de Montréal sont recueillies pour leur part par la ville de Montréal. Le questionnaire utilisé par la ville de Montréal diffère de celui du MDEIE; pour cette raison, certaines données ne sont pas disponibles pour les CLD de la région de Montréal. Par ailleurs, l'année de référence des CLD de la région de Montréal diffère de celle des autres CLD.

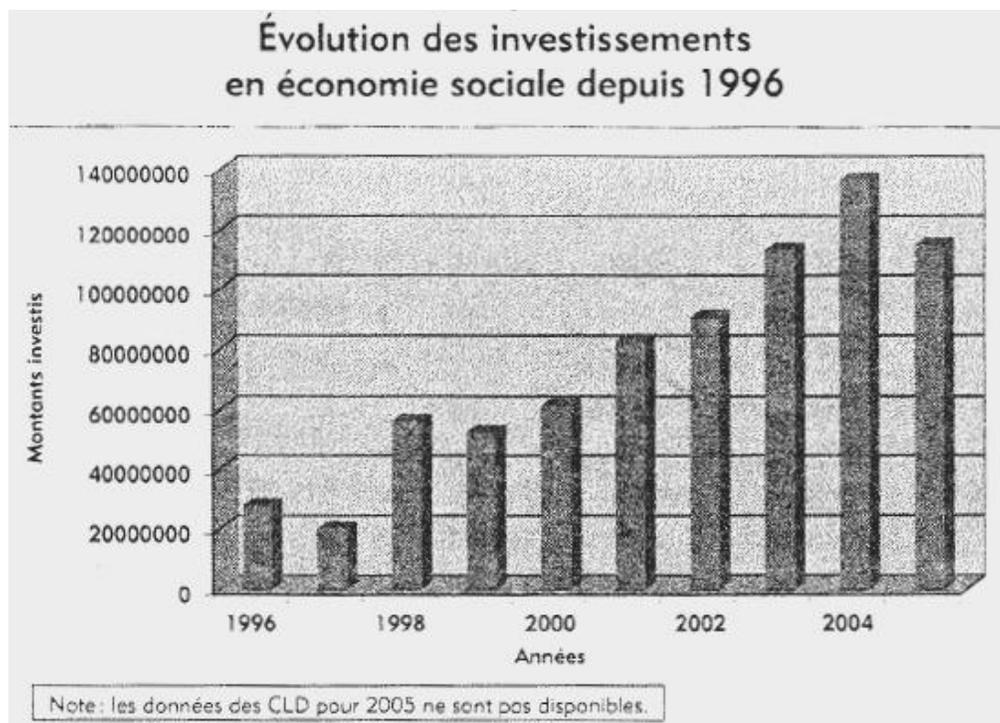
Parallèlement, la ville de Montréal effectue elle aussi une analyse statistique des CLD et CDEC à mission CLD sur son territoire. Les rapports annuels sur l'activité des CLD et des organismes partenaires de Montréal nous offrent sensiblement les mêmes données générales que celles comprises dans le Bilan triennal, bien que dans certains cas, ces dernières sont plus détaillées.

Notre estimation se base sur les données fournies par le MDEIE ainsi que par la ville de Montréal.

Partie II-2 : Estimation de Gilles Bourque, Marguerite Mendell, Ralph Rouzier

Dans leur livre *La finance responsable au Québec* (2009), les auteurs nous illustrent l'évolution des investissements en économie sociale, de 1996 à 2005 (données incomplètes pour 2005). Ce graphique provient d'une publication antérieure, datant de 2006, « Investir Solidairement », dont Marguerite Mendell fait aussi partie des auteurs.

Leur méthodologie consiste à considérer chacun des fonds des acteurs principaux de la finance solidaire et du capital de développement, obtenus par l'entremise de questionnaires. Les auteurs se sont aussi servis de données concernant les CLD recueillies par le MDEIE, pour la période 1998-2004.



Source : *La finance responsable au Québec*, 2009

Les organismes ayant répondu au questionnaire sont les suivants :

- 30 CLD (sur 120 au Québec)
- Réseau d'investissement social du Québec
- Caisse d'économie solidaire Desjardins
- FondAction
- FilAction
- Fonds de solidarité FTQ : SOLIDEQ et Solim, Solim II
- Réseau québécois du crédit communautaire

- *Fonds d'investissement pour l'entrepreneurship au féminin (FIEF Côte-Nord)*
- *Fonds d'investissement de Montréal*
- *Fonds de financement coopératif*
- *Quelques Corporations de développement économique et communautaire (CDEC) montréalaises*

(Source : *Investir Solidairement*)

Par comparaison, notre estimation est plus à jour que celle proposée dans *Investir Solidairement*, car nous avons des données allant jusqu'à 2009; l'estimation du Professeur Mendell s'arrête en 2004, avec des données incomplètes pour 2005.

Par ailleurs, la mise à jour de la méthode du Professeur Mendell est ardue et implique la collaboration de la plupart des financiers de l'économie sociale. Informellement, nous avons été informés par un membre de CECOSOL que cette estimation a été très complexe à effectuer et la mise à jour est ardue.

Partie II-3 : Méthodes d'estimations

L'estimation annuelle du marché pourrait théoriquement être effectuée de différentes façons.

1 - La première consiste à additionner chacune des contributions de chacun des financiers des projets. Une tâche imposante, qui nécessite la participation de tous les financiers d'entreprises en économie sociale, y compris les gouvernements provinciaux et fédéral. Par ailleurs, certains programmes de financement ne sont pas exclusifs aux entreprises d'économie sociale (les Fonds locaux d'investissement, par exemple). C'est ce genre d'estimation qui a été entrepris par l'équipe du Professeur Mendell.

Pour effectuer ce genre d'estimation, il faudrait que chacun des financiers puisse distinguer les fonds destinés aux entreprises d'économie sociale des fonds destinés aux entreprises d'économie marchande. Or, cette distinction n'est pas nécessairement prise en note. Retenons le cas des FLI qui peuvent être attribués tant à des entreprises coopératives ou OSBL qu'à des entreprises privées; la statistique du financement total dans le cadre du FLI est publiée par le MDEIE (conjointement avec le MAMROT pour la ville de Montréal). La distinction entre la part allouée aux entreprises d'économie sociale et la part allouée aux entreprises privées n'est d'ailleurs pas disponible pour les régions à l'extérieur de la ville de Montréal.

2 - La deuxième manière serait de recueillir les données auprès des coopératives et OSBL du Québec. Les données pour les coopératives au Québec sont relativement bien organisées. Cependant, les statistiques concernant les OSBL ne le sont pas, et il est difficile de distinguer les OSBL d'économie sociale des autres (plus de 14 000 OSBL au Québec sont enregistrés auprès de Revenu Canada).

3 - La troisième manière est d'effectuer une estimation à partir des données des CLD (recueillies par le MDEIE et la ville de Montréal). En effet, la plupart des financiers s'entendent pour dire que les CLD sont la 'porte d'entrée' des entreprises d'économie sociale cherchant du financement. Le MDEIE et la ville de Montréal recueillent les statistiques portant sur le

financement des CLD dans le cadre du Fonds de développement d'entreprises en économie sociale et du FLI des CLD (ou CDEC à mission CLD à Montréal). Le CIRANO préconise cette approche qui sera présentée dans la partie II-4.

4 – Une quatrième approche serait de combiner les données des CLD et l'analyse de la structure de financement d'un ou plusieurs financiers importants (Investissement Québec, par exemple). Cela nous permettrait d'obtenir des estimations plus précises et d'effectuer de meilleures prévisions, et d'inclure les projets plus importants qui ne seraient pas nécessairement financés par les CLD. Si le CIRANO avait pu avoir accès à des données détaillées de la part d'Investissement Québec, nous aurions utilisé cette approche.

Partie II-4 : Estimation de notre équipe

En utilisant les données des financements des CLD rendues disponibles par la ville de Montréal et par le ministère du Développement économique, Innovation et Exportation, nous procédons à une estimation de la taille du marché en 3 étapes : évaluer la contribution des CLD en économie sociale, estimer la part des CLD dans le financement total, et finalement estimer le marché en utilisant cette part sur la contribution des CLD en économie sociale. Nous choisissons cette méthode car les données provenant des CLD sont facilement disponibles et mises à jour sur une base annuelle; par ailleurs, les données ne provenant que de deux sources (MDEIE et ville de Montréal), cette méthode est plus facilement mise à jour que celle préconisée par le professeur Mendell.

Étape 1 : contribution des CLD

La première étape consiste à trouver les données des financements des entreprises en économie sociale effectués par les CLD et CDEC à mission CLD au Québec.

La plupart des acteurs s'entendent pour dire que les CLD sont la porte d'entrée des entreprises d'économie sociale qui cherchent du financement. Comme il a été mentionné ci-dessus, grâce au *Bilan triennal des centres locaux de développement 2004-2006*, réalisé par le MDEIE, nous détenons les données sur la structure de financement générale des projets selon la région, ainsi que le financement total des projets bénéficiant du Fonds de développement des entreprises en économie sociale (FDEES).

Cependant, pour des raisons historiques, les données des CLD/CDEC à mission CLD de Montréal sont compilées par le MAMROT, et ce dernier utilise un questionnaire différent de celui du MDEIE. Pour Montréal, nous avons les données sur les investissements en fonds d'économie sociale ou fonds locaux d'investissement, mais pas sur les structures de financement ou les investissements totaux.

Les CLD peuvent financer les entreprises d'économie sociale à l'aide de deux fonds :

- Le Fonds de développement d'entreprises en économie sociale (FDEÉS), une subvention;
- Le Fonds local d'investissement (FLI), un prêt. Ce dernier est moins utilisé pour le financement d'entreprises en économie sociale.

Pour Montréal, les contributions des CLD et CDEC à mission CLD sont présentées dans le tableau 4a.

Nous avons estimé les prêts du FLI pour les entreprises d'économie sociale pour les années 2004-2005 et 2005-2006, car cette distinction n'était pas encore disponible. Pour ce faire, nous avons observé la part du FLI destiné aux entreprises d'économie sociale dans les prêts totaux entre 2006-2007 et 2009-2010. Mis à part l'année 2007-2008¹⁴, cette part est généralement comprise entre 5 % et près de 15 %; nous avons donc estimé les prêts du FLI pour les entreprises d'économie sociale pour les années 2004-2005 et 2005-2006 à 10 % des prêts totaux du FLI. Pour le reste du Québec, les données sur les contributions des CLD au FDEÉS et pour le FLI total sont présentées dans le tableau 4b.

Nous soulignons deux constats : les années de référence pour les CLD hors Montréal ne sont pas les mêmes que pour les CLD de Montréal. Pour la suite de nos calculs, l'année 2004-2005 sera équivalente à 2004, et ainsi de suite.

Second constat : la part du FLI destinée aux entreprises d'économie sociale n'est pas disponible. Nous devons donc l'estimer en utilisant comme exemple la part du FLI à Montréal.

La part du FLI des CLD de Montréal varie entre 5 % et 15 % du FLI total, à l'exception d'un pic en 2007-2008 de 30 %, dû principalement à un financement d'un projet plus coûteux. Nous estimerons donc la part du FLI destiné aux entreprises d'économie sociale à 10 %.

Par ailleurs, les données du FLI disponibles incluent les garanties de prêt. Nous avons choisi de retirer cette part pour ne garder que les prêts et autres apports, pour éviter un double comptage des prêts, ce qui équivaut à environ 85 % du montant total du FLI. Ces données sont illustrées dans le tableau 4c.

Avec ces résultats, nous obtenons des estimations du financement total des CLD destiné aux entreprises d'économie sociale, présentées dans le tableau 4d.

Selon nos estimations, les contributions totales des CLD en matière de subventions et de prêts aux entreprises d'économie sociale se situaient entre 14,2 et 17,9 millions de \$ entre 2004 et 2008.

¹⁴ Cette année, un des CDEC de Montréal a financé un projet plus coûteux, prenant une plus grande part du FLI total.

Tableau A.4a : Contribution des CLD et CDEC à mission CLD de Montréal (millions de \$)

	04-05	05-06	06-07	07-08	08-09	09-10
Subventions provenant du FDEÉS	2,62	2,69	2,51	2,88	3,00	3,18
Prêts du FLI pour les entreprises d'économie sociale	0,21	0,26	0,22	1,04	0,38	0,18
Prêts totaux FLI (entreprises privées et entreprises d'économie sociale)	2,09	2,60	1,91	3,33	2,63	3,41

Source : Ville de Montréal et calculs du CIRANO

Tableau A.4b : Contributions des CLD hors Montréal (millions de \$)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Subventions provenant du FDEÉS	9,64	10,08	9,92	11,21	8,71	9,61
FLI totaux (entreprises privées et entreprises d'économie sociale)	20,36	23,90	21,88	32,20	31,64	36,20

Source : MDEIE

Tableau A.4c : Estimations du FLI destiné aux entreprises d'économie sociale (millions de \$)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prêts du FLI destinés aux entreprises d'économie sociale – Estimé à 10 % du FLI total	1,73	2,03	1,86	2,74	2,69	3,08

(Garanties de prêt exclues)

Tableau A.4d : Contributions des CLD (millions de \$)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
FDEÉS	Montréal	2,62	2,69	2,51	2,88	3,00	3,18
	Hors Montréal	9,64	10,08	9,92	11,21	8,71	9,61
FLI	Montréal	0,21	0,26	0,22	1,04	0,38	0,18
	Hors Montréal *	1,73	2,03	1,86	2,74	2,69	3,08
Total		14,19	15,07	14,51	17,87	14,78	16,05

*estimation

Étape 2 : Part des CLD dans le financement total

Afin de déterminer la taille du marché en utilisant les données des contributions des CLD, il faut estimer la part des CLD dans le financement total du projet. Le tableau 5a illustre la part du financement du FDEÉS dans le financement total. Nous remarquons que la part des CLD varie entre 7,2 % et 9,6 % entre 2004 et 2009. Elle est passée de 9,64 millions de \$ en 2004 à un pic de 11,21 millions de \$ en 2007, pour redescendre à 9,61 millions de \$ en 2009. En ce qui concerne la contribution relative des FLI, illustrée par le tableau 5b, elle varie entre 9,3 et 11,4 %.

Cependant, selon une de nos sources, ces données n'ont pas été vérifiées de façon rigoureusement comptable. C'est pourquoi nous utilisons ces données avec certaines réserves. Par ailleurs, même si l'on utilisait les données du financement total des projets des FDEÉS, il

manquerait la part des projets financés par le FLI. C'est pourquoi nous procédons à trois estimations du marché dans lesquelles la part des CLD sera 9 %, 10 % et 11 %.

Tableau A.5a : contribution relative des principaux partenaires financiers (FDEÉS, hors Montréal, millions de \$)

		CLD	Municip.	Ministères et organismes du gouv. du Québec	Org. publics d'aide au dév. Écon.	Min. et organismes du gouv. fédéral	Org. financés par le gouv. fédéral	Inst. Fin.	Mise de fonds	Autres	Total
2004	\$	9,6 \$	3,9 \$	36,7 \$	2,5 \$	2,9 \$	0,5 \$	20,9 \$	18,9 \$	12,4 \$	108,5 \$
	%	8,9 %	3,6 %	33,8 %	2,3 %	2,7 %	0,5 %	19,3 %	17,5 %	11,5 %	
2005	\$	10,1 \$	7,5 \$	36,4 \$	4,8 \$	4,8 \$	0,5 \$	20,9 \$	18,8 \$	17,2 \$	121,0 \$
	%	8,3 %	6,2 %	30,1 %	4,0 %	4,0 %	0,4 %	17,3 %	15,5 %	14,2 %	
2006	\$	9,9 \$	6,2 \$	24,6 \$	3,0 \$	10,2 \$	0,6 \$	21,8 \$	20,4 \$	12,2 \$	109,1 \$
	%	9,1 %	5,7 %	22,5 %	2,8 %	9,4 %	0,6 %	20,0 %	18,7 %	11,2 %	
2007	\$	11,2 \$	4,6 \$	30,0 \$	5,1 \$	8,8 \$	0,8 \$	23,5 \$	15,7 \$	17,7 \$	117,2 \$
	%	9,6 %	4,0 %	25,6 %	4,3 %	7,5 %	0,7 %	20,0 %	13,4 %	15,1 %	
2008	\$	8,7 \$	8,2 \$	22,2 \$	7,9 \$	1,5 \$	1,9 \$	32,7 \$	14,2 \$	16,2 \$	113,5 \$
	%	7,7 %	7,2 %	19,6 %	7,0 %	1,3 %	1,7 %	28,8 %	12,5 %	14,3 %	
2009	\$	9,6 \$	8,5 \$	33,9 \$	4,8 \$	10,2 \$	1,9 \$	34,6 \$	16,9 \$	12,8 \$	133,2 \$
	%	7,2 %	6,4 %	25,4 %	3,6 %	7,7 %	1,4 %	25,9 %	12,7 %	9,6 %	

Source : MDEIE

Tableau A.5b : Contribution relative des principaux partenaires financiers (FLI, hors Montréal, millions de \$)

		CLD	Municip.	Ministères et organismes du gouv. du Québec	Org. publics d'aide au dév. Écon.	Min. et organismes du gouv. fédéral	Org. financés par le gouv. fédéral	Inst. Fin.	Mise de fonds	Autres	Total
2004	\$	20,4 \$	0,6 \$	16,4 \$	3,7 \$	11,6 \$	9,2 \$	86,3 \$	52,2 \$	16,6 \$	216,9 \$
	%	9,4 %	0,3 %	7,6 %	1,7 %	5,4 %	4,2 %	39,8 %	24,1 %	7,6 %	
2005	\$	23,9 \$	2,7 \$	17,5 \$	2,4 \$	12,9 \$	13,0 \$	105,8 \$	61,4 \$	16,0 \$	255,6 \$
	%	9,3 %	1,1 %	6,9 %	0,9 %	5,1 %	5,1 %	41,4 %	24,0 %	6,2 %	
2006	\$	21,9 \$	0,5 \$	24,0 \$	3,5 \$	13,6 \$	10,7 \$	87,5 \$	51,6 \$	21,3 \$	234,5 \$
	%	9,3 %	0,2 %	10,2 %	1,5 %	5,8 %	4,6 %	37,3 %	22,0 %	9,1 %	
2007	\$	32,2 \$	0,5 \$	25,7 \$	6,9 \$	15,8 \$	19,1 \$	149,9 \$	64,0 \$	32,6 \$	346,7 \$
	%	9,3 %	0,2 %	7,4 %	2,0 %	4,6 %	5,5 %	43,2 %	18,5 %	9,4 %	
2008	\$	31,6 \$	0,7 \$	25,6 \$	5,0 \$	10,7 \$	15,2 \$	117,6 \$	45,5 \$	25,0 \$	276,9 \$
	%	11,4 %	0,2 %	9,2 %	1,8 %	3,9 %	5,5 %	42,5 %	16,4 %	9,0 %	
2009		36,2 \$	1,8 \$	54,7 \$	7,1 \$	21,4 \$	21,3 \$	132,5 \$	69,7 \$	37,6 \$	382,3 \$

Source : MDEIE

Étape 3 : Estimation du marché

Pour obtenir nos estimations d'investissements totaux, nous additionnons les investissements des CLD dans les entreprises d'économie sociale provenant des FDEÉS et des FLI, et l'extrapolons pour qu'elle résulte par le pourcentage choisi de l'investissement total, dont les résultats sont illustrés dans le tableau A.6 :

Tableau A.6 : Investissements totaux (estimations, en millions de \$)

Part du CLD dans l'investissement total	2004	2005	2006	2007	2008	2009
9 %	157,72 \$	167,40 \$	161,18 \$	198,54 \$	164,20 \$	178,34 \$
10 %	141,95 \$	150,66 \$	145,07 \$	178,68 \$	147,78 \$	160,51 \$
11 %	129,04 \$	136,97 \$	131,88 \$	162,44 \$	134,35 \$	145,92 \$
Variation - Année de base 2005			-3,7 %	18,6 %	-1,9 %	6,5 %

Selon nos estimations, la taille du marché de l'économie sociale se situerait, en 2009, entre 146 millions \$ et 178 millions \$.¹⁵ En observation la variation par rapport à 2005, nous remarquons que la croissance n'a pas été soutenue. En 2006 et 2008, elle était même en dessous du niveau de 2005. L'année 2007 a connu un essor comparativement à 2005; en 2009, l'investissement évalué total n'était qu'à 6,5 % de plus que sa valeur en 2005 (valeurs nominales). Par ailleurs, le taux de croissance annuel composé entre 2004 et 2009 se chiffre à 2,49 %.

Nous ne pouvons donc pas déduire que, selon nos estimations, le financement en économie sociale ait connu une croissance soutenue depuis les dernières années.

Les facteurs suivants constituent une limite à notre estimation :

- Il existe une différence dans la structure de financement des projets selon la taille. Pour effectuer une meilleure estimation, il nous faudrait des données plus détaillées (Investissement Québec, par exemple).
- Les données des CLD/CDEC de Montréal sont pour une année de référence différente des données provenant du MDEIE (du 1^{er} avril au 31 mars pour Montréal; du 1^{er} janvier au 31 décembre pour le reste du Québec).
- Les grandes coopératives agricoles et financières ne passent pas par les CLD pour obtenir leur financement. Or leur financement est élevé, selon les dires d'Investissement Québec. Aux fins de cette étude, nous n'incluons pas de telles coopératives dans nos estimations.
- Le financement des entreprises d'économie sociale qui ne sont pas passées par les CLD n'est pas inclus dans notre estimation. Nous verrons à titre d'exemple dans le tableau 7 la part des projets d'Investissement Québec ne bénéficiant pas de l'apport des CLD.

Notons aussi que nos estimations ne suivent pas exactement la même évolution que le total des contributions totales du tableau 5a, étant donné que nous n'utilisons qu'une estimation de la part du CLD dans le financement total. Il serait donc nécessaire à l'avenir, afin d'avoir une meilleure estimation du marché, d'obtenir des données plus détaillées de la part des CLD. Ces données devraient être recueillies de façon homogène et validées de façon comptable. Elles devraient comporter des statistiques détaillées sur les parts relatives de chaque partenaire financier dans le coût total du projet.

En observant le taux de présence CLD/CDEC dans les projets d'Investissement Québec, nous constatons que plus de la moitié des projets d'Investissement Québec n'ont pas bénéficié d'une intervention des CLD/CDEC.

¹⁵ Les résultats de notre estimation semblent concorder avec l'estimation du professeur Mendell, bien que nos méthodologies diffèrent.

Tableau A.7 : Taux de présence des CLD/CDEC dans les projets d'Investissement Québec

En nombre	Interventions CLD- CDEC	Projet	Taux présence CLD- CDEC
2006-2007	32	81	39,51 %
2007-2008	35	72	48,61 %
2008-2009	41	82	50 %

Notre calcul est donc encore bien incomplet puisqu'il manque des projets d'autres financiers. Nous estimons cependant que les projets d'Investissement Québec doivent comprendre des gros projets de coopérative (agriculture, foresterie) qui ne sont pas nécessairement dans l'esprit de l'économie sociale que nous tentons d'estimer. Par ailleurs, nous avons été informés par Investissement Québec que l'offre de financement pour les projets d'économie sociale est suffisante.

Par ailleurs, étant donné que ce calcul comporte des subventions, il nous est impossible d'estimer la part du montage financier qui n'est pas une subvention. Nous avons effectué un calcul rapide avec quelques projets de la Fiducie et avons estimé cette part à 40 %, mais le nombre de projets est trop peu élevé pour utiliser ce pourcentage à des fins d'estimation de la part du prêt.

Cependant, nous estimons que cette méthode est, pour l'instant, la plus facile à mettre à jour de façon annuelle, car elle se base sur deux sources de données mises à jour annuellement : la première, les données utilisées par le MDEIE pour leur Bilan triennal des CLD (le bilan n'est pas mis à jour pour l'instant mais le MDEIE continue de récolter les données), et la seconde, sur les rapports sur l'activité des CLD et des organismes partenaires de Montréal.

Partie II-5 : Conclusion

Comme nous avons pu le constater, l'estimation du marché de l'économie sociale au Québec demeure une tâche complexe. Les nombreux financiers, les collectes de données non uniformes et l'accessibilité aux données sont plusieurs problèmes auxquels nous devons faire face. Quelques tentatives d'estimation du marché ont été effectuées, principalement par le Professeur Mendell, et indirectement, par le MDEIE, par leur bilan triennal des CLD. L'estimation du Professeur Mendell est particulièrement ambitieuse étant donné qu'elle tente de regrouper le financement du plus grand nombre d'acteurs possibles. Cependant, une telle estimation peut rendre difficile une mise à jour annuelle.

Nous avons suggéré une estimation en utilisant les données de financement des CLD. Nous avons dû composer avec le fait que les données proviennent de deux sources, soit le MAMROT et la ville de Montréal. Par ailleurs, nous avons dû estimer la part de financement du FLI allant

aux entreprises d'économie sociale pour les régions en dehors de Montréal, celle-ci n'étant pas spécifiée. Finalement, nous avons choisi d'estimer la taille du marché en supposant que la part du financement du CLD dans le financement total était de 9 %, 10 % et 11 %.

Par ailleurs, nous n'avons pas utilisé les données d'investissement total disponibles pour les entreprises hors Montréal car nous avons des réserves sur sa validité, étant donné qu'il n'est pas vérifié de façon comptable. Nous avons aussi avisé le lecteur que notre estimation ne tenait pas compte des projets qui ne sont pas financés par les CLD.

Nous avons estimé le marché comme étant compris entre 140 et 171 millions de \$, en moyenne, entre 2004 et 2009. Cette étude a donc étendu l'estimation précédemment effectuée par le Professeur Mendell de 5 années de plus. Il est important de noter que notre estimation comprend un grand nombre de subventions. Avec des données plus précises, nous pourrions estimer cette part, étant donné que pour l'instant, nous ne connaissons que la part de subvention des projets de la fiducie, qui se situe à environ 40 %.

Par ailleurs, pour qu'un marché secondaire puisse prendre place, il est important que la demande de fonds soit suffisamment élevée. Dans le cas présent, le financement est composé d'une multitude d'acteurs représentant chacun un pourcentage de ces 140 à 171 millions : si l'on se réfère au bilan triennal, ce sont les institutions financières (moyenne de 22 %) qui détiennent la plus grande part. Or, il serait nécessaire que ce volume soit suffisamment élevé afin que la gestion d'un fonds soit rentable, sans déstabiliser les acteurs déjà présents. Par ailleurs, la croissance, qui a été en dents de scie entre 2004 et 2009, semble potentiellement indiquer que le marché commence à atteindre son niveau de maturité. En effet, le niveau de financement en 2009 était 6,5 % plus élevé qu'en 2005; alors que le financement total pour l'année 2008 était de 1,9 % en dessous du niveau de 2005. Au total, entre 2004 et 2009, le financement a connu un taux de croissance annuel composé de 2,49 %, ce qui est relativement faible étant donné que nous utilisons des valeurs nominales.

Dans le cas du Québec, le marché est sectionné et la part des subventions demeure élevée et nécessaire. Nous aimerions noter cependant qu'une étude mieux structurée pourrait possiblement démontrer un marché plus grand. Par ailleurs, aucune analyse sectorielle n'est possible avec les données présentement disponibles. Une telle analyse nous permettrait de mieux connaître les besoins et croissance potentielle des différents secteurs. Selon nous, cette lacune représente un défi majeur dans l'analyse du marché de l'économie sociale.

Recommandations

La recommandation la plus importante que nous suggérons est d'appliquer un système de cueillette uniforme des statistiques détaillées, provenant de plusieurs financiers, dont les CLD, et Investissement Québec. Avec des données plus détaillées, nous pourrions effectuer une estimation plus précise de la taille du marché, en ayant une meilleure connaissance de la structure de financement des projets, selon le secteur d'activités, la région, la taille, l'année et le statut juridique.

Nos recommandations sont les suivantes :

1. Les CLD devraient remplir une grille détaillée des projets qu'ils financent. Cette grille doit être uniforme pour tout le Québec (contrairement à la situation présente dans laquelle les CLD/CDEC à mission CLD de la ville de Montréal remplissent un formulaire différent de celui du reste de la province). Une suggestion de grille est disponible à l'appendice A. Une entité en charge de ce dossier pourrait être l'Institut de la Statistique du Québec (ISQ), le MDÉIE, Investissement Québec, etc.
2. Les montages financiers doivent être validés par une firme comptable indépendante. De cette manière, nous évitons tout risque de gouvernance ou d'erreur;
3. Investissement Québec se doit de fournir des données détaillées, et remplir la même grille que les CLD. Cette étape est nécessaire car IQ finance des projets plus importants qui ne bénéficient pas nécessairement du financement des CLD, comme on peut le voir dans le tableau A.7.

Il est clair que le manque de données et la difficulté de rassembler celles-ci demeurent les handicaps les plus importants dans notre analyse. La grille suggérée rendrait possibles des prévisions de l'évolution du marché, pouvant être catégorisées par région et secteurs. Ce point relève d'une importance étant donné que le domaine de l'économie sociale est vaste et varie selon de nombreux paramètres. Un tel portrait statistique pourrait être recueilli par un organisme statistique indépendant, tel que l'Institut de la Statistique du Québec. Par ailleurs, nous pourrions adéquatement connaître les détails des montages financiers, ayant des données précises concernant la part de subvention, d'équité et de quasi-équité. Cette distinction est importante pour connaître les besoins en financement excluant les subventions, qui semblent représenter un pilier important du financement. Nous jugeons que l'obtention d'un portrait statistique plus détaillé est cruciale pour le développement d'un marché primaire ou secondaire en économie sociale.

Appendice A

Le tableau suivant permettrait de compiler des données spécifiques sur le financement des projets en économie sociale de façon homogène au sein de la province.

La partie ‘description du projet’ permettra d’estimer les données de façon sectorielle, selon l’année, le secteur d’activités, la ville, et la région administrative. Nous pourrions aussi faire la distinction entre le financement des OBNL et des coopératives, ainsi que du stade de développement.

La partie ‘emplois’ permettra de conserver des statistiques sur les emplois créés et maintenus. Le tableau permettra aussi de compiler les caractéristiques du financement, et les caractéristiques du coût du projet.

En ce qui concerne le financement du projet, nous pourrions connaître les statistiques détaillées quant au montage financier. Les statistiques des principaux partenaires financiers et leurs contributions au niveau de la dette, la quasi-équité et l’équité seraient disponibles et nous pourrions mieux analyser l’évolution de la structure du financement des projets en économie sociale.

Suggestion de tableau à compléter par les CLD
(les informations comprises dans ce tableau sont à titre d'exemple).

Description du projet	Année projet	Nom de l'entreprise	Secteur d'activités	Année de fondation	Ville		
	2008	Exemple 1	Tourisme	1980	Montréal		
	Région administrative	Statut juridique	Partenaires locaux	Stade de développement	Raison du financement		
	Montréal (06)	Coopérative de travailleurs	CLD	Expansion	Acquisition d'un bâtiment/travaux de construction		
Emplois	Emplois créés	Emplois maintenus	Total emplois (créés et maintenus)				
	11	32	43				
Caractéristiques de votre financement / capitalisation / garantie / etc.	Caractéristiques du financement de votre fonds (Part CPI, CPO, garantie, etc.)	Taux d'intérêt					
	11 % CPO, 89 % CPI	8 %					
Coût du projet	Immobilier	Mobilier et équipement	Fonds de roulement	Frais de démarrage	Coût total du projet		
	2 000 000	325 000			2 325 000		
Financement du projet : Dettes	Dette CECOSOL	Dette fonds locaux (CLD, FLI, SADC)	Autres dettes	Montant Total Dettes			
	500 000	20 000	5 000	525 000			
Financement du projet : Quasi-Équité	Quasi-Équité RISQ	Quasi-Équité Investissement Québec	Quasi-Équité Filiation	Quasi-Équité CLD (FLI)	Autre Quasi-Équité	Autres apports et capitalisations	Montant total Quasi-Équité
	50 000	30 000		5 000	10 000	1 185 000	95 000
Financement du projet : Équité	Subventions CLD	Équité Fiducie	Mise de fonds de l'entreprise	Parts sociales	Parts privilégiées	Montant total Équité	
	200 000	300 000	20 000			1 705 000	
Financement du projet : Total	Financement total du projet						
	2 325 000						

SECTION B

Principales idées de produits financiers

Partie IV : Présentation des produits

Partie IV-1 : Fonds de développement pour l'économie sociale

Partie IV-2 : Fonds de titres de créances en économie sociale

Partie IV-3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale

Partie IV-4 : Fonds de rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale

Sommaire : Perspective globale

Partie V : Recommandations

Appendice B : Résultats de simulations financières

B.1 : Fonds de développement pour l'économie sociale

B.2 : Fonds de titres de créances en économie sociale

B.3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale

B.4 : Fonds de rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale

Produits financiers pour le secteur des biens et services

Les pistes de développement de produits financiers voulant faciliter l'investissement financier dans l'économie sociale du Québec font suite à l'analyse préliminaire du marché dont les deux grandes conclusions sont : l'offre de financement actuelle est adéquate (Section A, Partie I-3), et la taille du financement annuel avoisine 160 M\$ (Section A, Partie II-4).

En effet, tel que mentionné dans la Section A, selon les rencontres effectuées auprès de plusieurs intervenants, il n'y a pas ou très peu de projets qui n'ont pu se réaliser faute de financement. Ensuite, selon notre estimation, les nouveaux projets de l'économie sociale au Québec représentent un apport financier d'environ 160 M\$ par année. La croissance annuelle de ce marché serait en ligne avec la croissance du PIB nominal du Québec soit environ 2,5 % annuellement. Il semblerait toutefois exister un potentiel latent de projets. Selon un sondage de la Fiducie du Chantier de l'Économie Sociale du Québec, il y aurait un potentiel de 200 M\$ de projets annuellement au Québec. Bien qu'il existe un large écart entre une intention de projet et la mise en place d'un plan d'affaires menant à un financement, ce potentiel pourrait éventuellement nécessiter une offre de financement additionnelle en économie sociale.

Ainsi, dans la situation actuelle, si le développement de l'économie sociale devait s'accélérer soit via un nombre plus élevé de projets ou par des projets de plus grande envergure, d'autres sources de financement pourraient être requises pour compléter les sources de financement actuelles. Dans ce cadre, des produits s'adressant au marché primaire de financement, étape essentielle pour développer un marché secondaire subséquent, pourraient être développés.

Nous analysons quatre avenues :

1. Fonds de développement pour l'économie sociale
2. Fonds de titres de créances en économie sociale
3. Fonds de titres de créances par classes de risque en économie sociale
4. Fonds de rehaussement de crédit en économie sociale

Le tableau suivant illustre les principales caractéristiques de ces produits financiers :

	FONDS	Marché pour les titres	Investissements effectués par le fonds	Type	Maturité	Comparable
1	Développement	Primaire	Parts privilégiées Billets de fonds Terrains Créances existantes	Ouvert	Perpétuelle	Fonds mutuel Capital de risque
2	Titres de créances	Primaire et secondaire	Véhicule de titrisation détenant des titres existants de créances	Fermé	Fixe	Produit structuré (sans tranche)
3	Titres de Créances (classes de risque)	Primaire et secondaire	Véhicule de titrisation détenant des titres existants de créances	Fermé	Fixe	Produit structuré (CDO)
4	Rehaussement de crédit	Assurance	S'applique aux produits 1, 2 et 3	Fermé	Fixe	Tranche équité de CDO

Certaines avenues proposées sont réalisables à court terme, quoique les conditions préalables pour les réaliser puissent ne pas être réunies. À cet égard, les avenues proposées sont présentées comme un continuum de produits financiers qui pourrait éventuellement être envisagé.

Précisions sur les concepts de marchés primaire et secondaire

Aux fins de clarifier où se situent les différents produits financiers étudiés dans cette section, il est nécessaire d'identifier les caractéristiques de base des marchés primaire et secondaire, tout en indiquant leur relation.

Un marché primaire correspond à l'injection *directe* de capital par un investisseur vers un emprunteur. Par exemple, un premier appel public à l'épargne (PAPE, ou IPO pour *Initial Public Offering*) ou une première émission d'obligations corporatives ou gouvernementales représentent tous une entrée de fonds directement reçu par l'émetteur du titre.

Lorsqu'un titre est émis par un emprunteur, ce titre peut être détenu par l'acquéreur (ou, investisseur) car il correspond à ses besoins financiers ou, si un marché secondaire existe, il peut être revendu sur ce marché secondaire. Ce marché peut prendre différentes formes; les plus connues incluent la plate-forme standardisée comme une bourse d'actions d'entreprises (*Stock Exchange*) ou un marché de revente de gré à gré (*Over the Counter*). La revente de gré à gré se fait principalement entre les grands joueurs sur les marchés financiers et nécessite généralement un volume suffisant pour être qualifié de marché.

Ainsi, un marché primaire dynamique et générant un volume substantiel contribue par lui-même à la mise en place d'un marché secondaire de gré à gré. Pour des raisons de réglementation, un gouvernement pourrait décider d'imposer une plate-forme standardisée à un marché secondaire de gré à gré. Réciproquement, un marché secondaire dynamique vient stimuler le développement du marché primaire en offrant une possibilité de revente aux investisseurs acquérant des titres nouvellement émis, mais désirant toujours avoir l'option de revendre ces titres si un besoin de liquidité venait à se faire sentir.

Organisation de la Section

La suite de cette section sera divisée en trois parties : la Partie IV présentera les quatre produits financiers proposés ainsi qu'une perspective globale de l'approche, la Partie V présentera nos recommandations et l'Appendice B présentera les résultats provenant de simulations financières.

Partie IV : Présentation des produits

Cette partie du rapport offre un aperçu général et une discussion plus approfondie pour chacun des quatre produits suivants :

Partie IV-1 : Fonds de développement pour l'économie sociale

Partie IV-2 : Fonds de titres de créances en économie sociale

Partie IV-3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale

Partie IV-4 : Fonds de rehaussement de crédit en économie sociale

Partie IV-1 : Fonds de développement pour l'économie sociale

Caractéristiques

Les **investisseurs** potentiels dans un tel fonds seraient des investisseurs d'impact qui pourraient se situer autant au niveau institutionnel qu'au niveau du détail (*retail*).

Les **investissements** effectués par le fonds seraient au niveau de parts privilégiées émises par les coopératives, de parts ou billets de fonds de développement existants (comme la Fiducie du Chantier), de terrains en vue du développement de l'habitation communautaire, ou de créances existantes, si disponibles à la revente (ex. capital patient tels les prêts de la Fiducie ou les obligations d'habitation communautaire proposées dans ce rapport, les FLI des CLD, etc.).

Le **type de fonds** est un fonds ouvert. Cette particularité se définit par l'achat d'unités directement au fonds, avec garantie de rachat par le fonds (suivant un délai raisonnable).

La **garantie** de rachat de ces unités se fait via une réserve de liquidité maintenue par le fonds. Par exemple, 25 % de l'actif sous gestion seraient investis en obligations gouvernementales.

Dynamique opérationnelle

L'**achat d'unités** se fait auprès du fonds, avec un prix étant égal à la valeur nette des actifs divisée par le nombre d'unités (aussi, valeur liquidative, *Net Asset Value*, ou NAV).

Les **flux financiers** proviennent des rendements nets sur les investissements (intérêts chargés moins défauts sur créances), des rendements de la réserve et de la vente d'unités supplémentaires moins les rachats d'unités.

Le **rendement** des unités du fonds est donc calculé selon la différence entre la NAV au moment où le fonds rachète les unités (valeur de rachat) et la NAV au moment où l'investisseur achète les unités. La **valeur de rachat** est établie périodiquement (ex. semestriellement) et le rachat serait au prix de l'évaluation la plus récente. L'objectif du gestionnaire serait l'atteinte d'un rendement compatible avec un indice de référence donné.

La **gestion** du fonds se fait de manière à ce que les entrées de liquidités soient réinvesties de façon à garder stable le ratio entre réserve et investissements.

La **maturité** du fonds est donc indéfinie grâce à cette méthode de réinvestissement perpétuel.

Risques financiers

Les principaux risques sont ceux associés aux titres d'investissement (**risque de crédit**) et ceux associés au rachat des unités au fonds par des investisseurs désireux de se retirer (**risque de liquidité**).

Pertinence pour l'économie sociale

Des **avantages** reliés à ce produit sont une possibilité pour le Chantier de l'Économie sociale de promouvoir ce type d'investissement à l'épargnant individuel comme institutionnel tout en augmentant l'offre de fonds disponibles aux entreprises du secteur.

Des **défis** à considérer sont la recherche de placements appropriés, une potentielle déstabilisation du marché de l'offre de financement actuel, et les coûts reliés à la mise en place et à la gestion active.

Fonds de développement pour l'économie sociale

Discussion approfondie

En reprenant et en élaborant certains points décrits dans le sommaire précédent, cette section présente les éléments constitutifs de la proposition de Fonds de développement pour l'économie sociale. Le promoteur du fonds pourrait être un des organismes impliqués dans l'économie sociale au Québec. Sa structure légère pourrait être intégrée dans les organisations actuelles. Ainsi, comme outil de placement pour un large éventail d'investisseurs, ce Fonds pourrait de plus servir de canal d'investissement supplémentaire au sein d'une entité déjà existante comme la Fiducie du Chantier de l'Économie sociale.

Caractéristiques spécifiques du Fonds

Investisseurs

En raison de leurs petites tailles, les titres de l'économie sociale pourraient être regroupés dans un fonds de développement financé par des investisseurs d'impact. Le regroupement permettrait de proposer aux investisseurs d'impact un produit diversifié et d'une taille suffisante pour diminuer les frais de transaction.

La mise sur pied en premier lieu d'un fonds de développement est similaire à l'approche de fonds de capital de risque dans l'industrie financière. Au début, le fonds s'adresserait probablement en majorité aux investisseurs d'impact à l'aise avec l'économie sociale.

Nature des investissements

Le fonds permettrait de compléter l'offre de financement additionnelle auprès des entreprises d'économie sociale en raison de sa flexibilité. Ainsi, il pourrait contribuer au financement des groupes actifs dans le financement de l'économie sociale en rachetant les prêts actuels ou en leur fournissant le capital de base nécessaire à leurs opérations. Il pourrait également investir directement dans les entreprises via des produits de capitalisation tels les parts privilégiées.

Le fonds de développement de l'économie sociale favoriserait le développement des entreprises par des prises de participation ayant un objectif mixte à plus ou moins long terme (3 à 10 ans selon les secteurs économiques) de plus-values et d'impact social.

Le fonds devrait être autorisé à acheter différents titres d'investissement dans les entreprises de l'économie sociale du Québec. Étant donné la taille restreinte des besoins de financement actuels de l'économie sociale, le confinement à un type de produit réduirait encore plus la liquidité du fonds. Une flexibilité plus grande des instruments autorisés dans le fonds serait donc favorable aux entreprises de l'économie sociale qui pourraient utiliser les produits les plus adaptés à leur situation et non un seul produit spécifique dont le fonds ferait la promotion. Enfin, une diversité d'instruments, de secteurs et de maturités augmenterait la diversification et, par conséquent, diminuerait le risque perçu d'un tel fonds auprès des investisseurs potentiels. Parmi les produits qui pourraient être accessibles, mentionnons :

- Parts privilégiées des coopératives
- Parts ou billets émis par les fonds de développement telle la Fiducie du Chantier de l'Économie Sociale
- Terrains en vue du développement de l'habitation communautaire
- Titres de créances existants, si disponibles à la revente, tels :
 - Capital patient de la Fiducie du Chantier de l'Économie sociale
 - Obligations d'habitation communautaire proposées dans ce rapport
 - Fonds locaux d'investissements (FLI) des Centres locaux de développement (CLD)
- Tout autre produit de capitalisation des entreprises de l'économie sociale du Québec.

Le fonds pourrait ainsi intervenir directement auprès des entreprises d'économie sociale ou indirectement en investissant dans les organismes finançant l'économie sociale au Québec, comme le font actuellement les fonds de travailleurs au Québec.

Il existe déjà au Québec plusieurs sources ou fonds orientés vers l'économie sociale. Les fonds de travailleurs, Fonds de Solidarité et Fondation, sont actifs dans le développement économique. Ces fonds ont déjà mis sur pied des fonds d'investissement de capital de développement qui sont actifs dans l'économie sociale tels Filaction et les Solideq. Le Mouvement Desjardins, particulièrement la Caisse d'Économie Solidaire, est actif dans le développement de l'économie sociale du Québec via le prêt bancaire traditionnel alors que le Capital régional et coopératif Desjardins a comme mission d'investir dans les coopératives et les entreprises en région. La venue d'un autre joueur doit avoir comme objectif de compléter leurs activités actuelles.

Dynamique opérationnelle du Fonds

Rendement

Comme la plupart des fonds de capital de risque, le fonds serait géré activement de façon à générer un rendement proche du rendement espéré par les investisseurs. Ce rendement est calculé à partir de la valeur liquidative de l'unité au moment du rachat par le fonds, par rapport à cette valeur au moment de l'achat initial. Cette valeur est aussi appelée la NAV (pour *Net Asset Value*), et cette différence entre rachat par le fonds et achat par l'investisseur est répartie annuellement pour toute la durée de détention de l'unité pour ainsi générer un rendement annuel.

La valeur qui est en fait évaluée est celle de tous les actifs (nette de tout passif) appartenant aux propriétaires du fonds, c'est-à-dire les détenteurs d'unités. L'évaluation de ces actifs pourrait s'avérer un défi de taille et donc serait faite sur une base limitée, par exemple deux fois par année. Le détenteur d'unités désireux de les revendre au fonds prendrait comme NAV la plus récente évaluation semestrielle. Des fonds comme le Fonds de Solidarité de la FTQ ou Fondation CSN seraient des exemples à cet égard.

Idéalement, le fonds devrait avoir une politique d'investissement indiquant les instruments financiers autorisés, les limites autorisées sur chacun des instruments et la marge de suivi. Le fonds devrait se doter d'un comité d'investissement qui pourrait être formé de représentants de

l'industrie financière et de l'économie sociale. Ainsi, la dualité de l'investissement d'impact pourrait y être représentée.

De façon à gagner de la crédibilité auprès des investisseurs d'impact potentiels, les gestionnaires du fonds auraient intérêt à adopter un indice de référence pour aider à jauger l'efficacité de leur gestion. Selon nous, une telle approche pourrait désenclaver l'économie sociale dans la mesure où elle pourrait être désormais perçue par les investisseurs comme une classe d'actif à part dans un portefeuille. À court terme, un indice générique comme le rendement des obligations du Canada ou du Québec pour un terme donné pourrait être utilisé. À plus long terme, un indice spécifique à l'économie sociale pourrait être développé marquant la différence de cette nouvelle classe d'actif potentielle.

Le fonds devrait viser un rendement proche du rendement du marché tout en maximisant son impact social. Un rendement près du marché permettrait d'élargir le bassin d'investisseurs potentiels et pourrait servir de catalyseur au développement d'un marché secondaire. À cet égard, le fonds pourrait s'avérer un véhicule de placements orienté vers les investisseurs d'impact visant un rendement compatible avec leurs responsabilités de fiduciaire.

Risques financiers

Le fonds ayant une gestion active n'a pas de maturité implicite. De plus, étant un fonds ouvert, il est difficile, voire impossible, de développer un marché secondaire pour les unités vendues. Le fonds devrait donc offrir la possibilité aux investisseurs de racheter leurs unités le cas échéant. Sinon, la grande majorité des investisseurs institutionnels ne pourront investir dans un fonds perpétuel sans possibilité de revente. Ainsi, une réserve adéquate de titres liquides, par exemple formée d'obligations du gouvernement du Québec, devrait être constituée pour faire face aux rachats éventuels. Cette réserve devrait être suffisamment importante pour éviter la liquidation avant terme du capital patient advenant une hausse importante des demandes de rachat. En l'absence de possibilités de rachat des unités à court terme, il sera nettement plus difficile de convaincre les investisseurs d'impact d'investir dans ce fonds en raison de son absence de liquidité et de sa pérennité potentielle.

Le fonds supporterait donc un risque de rachat en cascade qui pourrait survenir s'il ne réussit pas à générer un rendement suffisant pour l'investisseur d'impact qui a des responsabilités de fiduciaire. Le fonds devra donc conserver en titres liquides une part significative du produit des ventes d'unités, particulièrement au début, et aura une pression importante de générer un rendement compatible avec son indice de référence. À l'inverse, si le fonds surpasse son indice de référence, il pourra compter sur des ventes additionnelles car le placement s'avèrera favorable pour l'investisseur d'impact. Dans ce cadre, la réserve de liquidité et l'indice de référence sont des éléments essentiels au développement d'un tel produit.

Aperçu des simulations

À partir des simulations, présentées en détail dans l'Appendice B, il est possible de cerner quels principaux paramètres affectent le fonds. Les simulations sont une modélisation de la structure

élaborée ici, et isolent quelles variables affecteront les risques financiers interprétés comme scénarios futurs imprévisibles mais mesurables.

Dans le cas présent, un taux d'intérêt chargé aux créances et un risque de défaut sont simulés pour tester la sensibilité des rendements du fonds à certains paramètres. Les paramètres analysés sont la taille relative de la réserve, la probabilité de défaut de ces prêts et la corrélation entre ces défauts.

Une réserve plus limitée peut augmenter le rendement moyen et médian (par une plus grande part des fonds en prêts, plus rentables), mais entraîne un risque un peu plus élevé de rendements extrêmes (négatifs), voire de faillite du fonds. L'inverse (une réserve plus grande) a l'effet contraire. Le même phénomène (plus grands rendements et moins de risques) s'observe si la probabilité de défauts des prêts se voit diminuée. Finalement, une augmentation de la corrélation rend les cas extrêmes plus probables (potentiellement très lourdes pertes), et donc une plus grande probabilité de faillite. Une meilleure diversification entraînant une corrélation plus faible est donc un atout majeur.

Pertinence pour l'économie sociale

Le fonds de développement en économie sociale pourrait être un instrument fort intéressant pour le financement des entreprises de l'économie sociale et le développement du marché de l'investissement d'impact au Québec. Sa mise en place pourrait s'avérer être un catalyseur pour élargir la base d'investissement de l'économie sociale au Québec.

Au préalable toutefois, l'épineuse question de l'équilibre actuel entre l'offre et la demande de financement doit être revue. Une offre additionnelle de financement sans une demande accrue de financement des entreprises de l'économie sociale pourrait déstabiliser ce marché tout en n'ayant aucun impact significatif. À l'opposé, si la demande de financement des entreprises de l'économie sociale s'accélérait, une nouvelle source de financement pourrait être de mise.

Si le fonds s'adresse à des investisseurs institutionnels, les frais de mise en place pourraient être limités. Un des principaux défis relève de la gestion active d'un tel produit. Si le fonds s'adresse à une clientèle d'investisseurs d'impact où le rendement prime, le gestionnaire devra offrir un rendement compatible avec un indice de référence. Dans ce cadre, la gouvernance du fonds sera primordiale. Elle nécessitera des mécanismes de contrôle et de gouvernance adéquats.

Si les rendements potentiels d'un tel fonds sont compatibles avec un rendement proche du rendement de marché, le fonds pourrait faire sa niche dans les allocations d'actifs de certains investisseurs institutionnels ouverts à l'investissement d'impact. Au niveau mondial, plusieurs fonds ont réussi à faire leur place alors que l'engouement notamment pour les fonds liés à la micro-finance mondiale et l'investissement socialement responsable bat son plein. Un produit de financement de l'économie sociale bien géré pourrait probablement trouver preneur.

La simplicité du fonds, sa flexibilité en matière de titres financiers et ses frais de gestion limités permettraient au fonds de s'adapter aux besoins des investisseurs et à ceux des entreprises d'économie sociale.

Bilan

Un sommaire, présenté à la fin de la présente partie, offre un bilan comparatif des avantages et inconvénients de ce produit par rapport aux autres produits présentés dans ce rapport.

Partie IV-2 : Fonds de titres de créances en économie sociale

Caractéristiques

Les **investisseurs** sollicités pour ce type de produit seraient principalement des investisseurs d'impact institutionnels, étant donné le volume nécessaire à ce type de structure. L'investisseur achèterait un titre, telle une obligation, lui donnant accès aux flux financiers des actifs sous-jacents ainsi qu'une exposition au risque associé.

Les **investissements** seraient faits dans une structure (véhicule) détenant des titres de créances ou de capital patient existants en économie sociale, et étant disponibles à la revente vers cette structure. Chaque véhicule détiendrait une quantité fixe de titres sous-jacents. C'est cette revente de titres existants par un émetteur qui permet une réinjection de capital dans le secteur.

Le **type de fonds** est fermé car le nombre de titres sous-jacents est fixe. Ainsi, pour augmenter le nombre de produits sous-jacents, il faut mettre sur pied d'autres véhicules et émettre des titres supplémentaires.

La **garantie** de rendements et de remboursement des titres émis par le véhicule de titrisation repose sur l'actif des titres sous-jacents. En ce sens, il s'agit de titres adossés à de l'actif.

Dynamique opérationnelle

L'**achat de titres** pourrait se faire directement au moment de l'émission par le véhicule, ou par revente de gré à gré sur un marché secondaire si un investisseur désire se départir de ses titres.

Les **flux financiers** proviennent des **rendements** des titres sous-jacents, moins une portion versée au prêteur initial (ex. la Fiducie dans le cas du capital patient) en échange de la **gestion** de ces prêts formant le véhicule. Une fois la créance à échéance, le capital est directement remboursé à l'investisseur détenant le titre émis par le véhicule de titrisation.

La **maturité** du produit reflète la maturité des titres sous-jacents. Par exemple, un véhicule pourrait regrouper et acheter un certain nombre de produits de capital patient sur 15 ans. Les investisseurs obtenant des titres émis par ce véhicule auraient conséquemment des titres à maturité de 15 ans.

Risques financiers

Étant adossés à des actifs sous-jacents, les titres émis par le véhicule de titrisation sont exposés au **risque de crédit** de ces actifs. Ce risque est atténué par la diversification, mais une portion de risque global demeure non diversifiable et impactera sur le rendement désiré par les investisseurs.

Pertinence pour l'Économie sociale

Un **avantage** central de ce produit pour l'économie sociale est certainement une possibilité de mobilisation supplémentaire substantielle de capital à partir des marchés financiers privés, et une étape importante en vue de l'établissement d'un marché secondaire pour le secteur.

Certains **défis** liés à cette proposition comprennent les coûts potentiellement élevés si le volume atteint n'est pas suffisant (ou trop peu de titres sous-jacents disponibles), au début et à travers le temps, puisqu'une série d'émissions répétées est désirable pour créer un marché liquide auprès des marchés.

Fonds de titres de créances en économie sociale

Discussion approfondie

Les fonds de développement social présentés auparavant nécessitaient une gestion active de façon à générer un rendement compatible avec les attentes des investisseurs. Une autre avenue qui pourrait être considérée est la titrisation des produits de crédit existants de l'économie sociale.

Caractéristiques spécifiques du Fonds

Investisseurs

Ce fonds viserait à lever son capital auprès des investisseurs institutionnels. Un avantage important de la titrisation est une meilleure connaissance des risques de crédit pour ces investisseurs. Ainsi, dans ce type de fonds fermé, le portefeuille est constitué d'un nombre fixe de titres de crédit ou de capital patient déterminé au début. La composition du portefeuille ne change pas dans le temps et aucune gestion active n'est de mise. Donc, l'investisseur d'impact pourrait faire ses propres analyses de crédit sur ce portefeuille et déterminer le rendement nécessaire pour faire face au risque de crédit.

Avec ce nouveau véhicule, des investisseurs n'étant pas directement liés à l'économie sociale pourraient investir dans ce secteur précis, être exposés au risque correspondant et obtenir un rendement proportionnel, selon le niveau de risque perçu et selon le rendement désiré pour ce type de produit.

Investissements

Dans le contexte actuel du volet biens et services de l'économie sociale, une quantité de prêts existants, si disponibles à la revente, pourraient être regroupés dans l'optique de générer un volume supérieur au volume de chacun de ces prêts, individuellement. En plus de ce volume, la constitution d'un véhicule les regroupant et l'émission de titres de propriété de ce véhicule pourraient générer un titre financier simple et potentiellement échangeable sur un marché secondaire.

Type de fonds

Ce type de structure financière est un procédé de titrisation. C'est en regroupant des produits de dettes existantes (non transigibles en soit), via leur achat par un véhicule (ici, une fiducie) mis sur pied pour cette seule raison, que ces produits qui n'étaient pas sous la forme d'un titre échangeable peuvent le devenir. En effet, en créant un fonds de titrisation, une émission de titres serait faite et des investisseurs externes pourraient acquérir des parts, ou unités, de ce fonds afin d'être exposés aux rendements et aux risques des produits sous-jacents.

Cette approche est flexible alors que la structure financière pourrait être alimentée par les différentes institutions prêteuses en économie sociale au Québec. L'injection de capital neuf provenant des investisseurs externes permet aux financiers de l'économie sociale de réaliser

davantage de projets en récupérant le montant du capital déjà investi, et en offrant le service de suivi pour ces investisseurs externes.

Il s'agirait d'un fonds fermé, c'est-à-dire que, une fois effectuée l'émission initiale de titres aux investisseurs, aucune part supplémentaire ne sera émise. Le portefeuille des sous-jacents étant fixe, la taille du fonds et le nombre de parts resteront également fixes. Ainsi, afin d'accroître ce marché pour y inclure davantage de prêts titrisés, il faudra créer une série de véhicules fermés périodiquement. Cet aspect des fonds fermés a pour conséquence que les parts achetées par les investisseurs ne seraient pas rachetées par le fonds, qui ne procède qu'à une émission initiale et aux paiements de flux financiers (incluant le remboursement en capital). Conséquemment, pour qu'un investisseur puisse récupérer le montant investi avant la date d'échéance des titres, celui-ci devra avoir recours à la revente du titre sur un marché secondaire, le plus souvent de gré à gré.

Dynamique opérationnelle du Fonds

Gestion des flux financiers

La relation d'affaires avec les entreprises d'économie sociale continuerait d'être faite par l'institution prêteuse initiale. Dans ce cadre, l'institution prêteuse charge des honoraires de gestion au fonds et n'a plus à supporter le risque de crédit. Elle peut donc accroître son activité de prêt ou d'octroi de capital patient.

Un promoteur du produit serait responsable de sélectionner les prêts et de créer la fiducie qui deviendrait le véhicule de titrisation. Une fois les investisseurs et leur capital engagés dans l'achat des nouveaux titres, le transfert de fonds pourrait s'effectuer. Ces fonds seraient alors redistribués aux émetteurs initiaux des dettes sous-jacentes, et ce nouveau capital pourrait être utilisé pour financer de nouveaux projets d'économie sociale. Le suivi des prêts titrisés resterait tout de même entre les mains des émetteurs initiaux mais, pour ce travail, ceux-ci seraient rémunérés par le fonds en diminuant le transfert de rendement des prêts vers le fonds.

Maturité

L'émission de titres d'un tel fonds pourrait se faire sous la forme d'un produit dérivé avec une maturité équivalente à la maturité des titres sous-jacents. Cet alignement des maturités nécessite donc une certaine uniformité des produits financiers titrisés. Le rendement proviendrait des intérêts et du capital versés par les prêts et le capital patient moins les frais de gestion.

Risques financiers

Les titres détenus par les investisseurs ont comme collatéraux les actifs sous-jacents détenus par le véhicule duquel ils ont obtenu des parts sous la forme d'obligations. Toutefois, ces actifs sous-jacents comportent eux-mêmes un risque de défaut, ou de crédit. Au niveau du fonds global, par la diversification, ce risque de crédit est atténué par la présence de plusieurs emprunteurs différents. Toutefois, malgré cette diversification, un risque de défaut global reste inaliénable et sera supporté par les investisseurs.

Le taux de rendement anticipé par les investisseurs doit donc inclure trois principaux facteurs : le taux d'intérêt moyen des titres, la probabilité de défaut, et le taux de récupération attendu, le cas échéant.

Un ensemble de conditions est nécessaire à l'établissement d'une structure financière de titrisation permettant l'arrivée de fonds provenant d'investisseurs externes :

- *l'uniformité ou standardisation*
Ici, la maturité des actifs, la structure de leurs flux financiers, et autres paramètres de base de ces actifs doivent être alignés de façon à les rendre cohérents avec les nouveaux titres émis via la titrisation.
- *la mesurabilité du risque*
Il est crucial d'avoir de disponible une information précise sur les actifs sous-jacents et des données historiques sur les événements de crédit, comme les défauts de paiements ou de remboursements en capital.

Aperçu des simulations

À partir des simulations, présentées en détail dans l'Appendice B, il est possible de cerner quels principaux paramètres affectent le fonds de titres de créances. Les simulations sont une modélisation de la structure élaborée ici, et isolent quelles variables affecteront les risques financiers interprétés comme scénarios futurs imprévisibles mais mesurables.

Dans le cas présent, c'est principalement le risque de défaut qui est simulé pour tester la sensibilité des rendements du fonds à certains paramètres. Puisque le portefeuille est fixe, le taux d'intérêt est ici fixe pour la durée des placements sous-jacents. Les paramètres analysés sont la maturité du produit, la probabilité de défaut de ces prêts et la corrélation entre ces défauts.

Dans le cas spécifique d'un fonds fermé de titres de créance, il est intéressant de rapporter le taux promis ex ante aux investisseurs. Les simulations permettent ce calcul de taux promis ex ante en faisant une moyenne des pertes anticipées pour le fonds. La simulation applique ensuite ce taux à une distribution de scénarios de pertes afin de voir quelle déviation pourrait se réaliser de ce taux promis (en prenant un rendement global qui inclut les pertes elles-mêmes).

Une maturité plus grande (par exemple passer de 5 ans à 10 ans) n'affecterait pas tellement le rendement promis. Toutefois, le risque global diminue puisqu'une maturité plus longue permet au fonds de compenser ces pertes avec le rendement obtenu sur les prêts restants. Une probabilité de défaut des prêts réduite vient diminuer le rendement promis et réduit le risque de rendements extrêmes (négatifs). L'inverse (un plus grand taux de défaut) a l'effet contraire. Finalement, une augmentation de la corrélation rend les cas extrêmes plus probables (potentiellement de très lourdes pertes).

Pertinence pour l'économie sociale

Le fonds de titres de créances en économie sociale pourrait s'insérer dans une étape ultérieure du développement du marché primaire et secondaire. Le produit révèle des avantages indéniables pour les promoteurs de l'économie sociale. Notamment, le fait que les titres soient vendus à ce fonds alors que la relation d'affaires avec l'entreprise de l'économie sociale demeure un avantage fort intéressant.

De plus, les investisseurs sont plus informés sur ce type de structure. Certains ont l'habitude d'acheter des titres hypothécaires adossés et plus récemment plusieurs fonds de prêt bancaire ont connu au niveau mondial un intérêt marqué des investisseurs institutionnels.

Néanmoins, la mise sur pied d'une structure de titrisation est coûteuse alors qu'elle demande des ressources financières et légales importantes. Ces coûts, dont une grande partie est fixe, ne seraient récupérés que si le volume d'émission est élevé et certain. De plus, ce type de fonds requiert une grande standardisation des titres.

Les investisseurs acceptent le produit seulement si le flux d'émission est continu et suffisant pour créer une liquidité sur le produit; ce qui est difficile à anticiper au cours des années à venir.

Bilan

Un sommaire, présenté à la fin de la présente partie, offre un bilan comparatif des avantages et inconvénients de ce produit par rapport aux autres produits présentés dans ce rapport.

Partie IV-3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale

Caractéristiques

Les **investisseurs** sollicités seraient des investisseurs institutionnels ayant différents besoins quant au rendement par rapport au risque. La structure par classe de risque permettrait à des investisseurs d'impact d'obtenir une part plus exposée au risque du secteur, alors que d'autres moins près du secteur pourraient prendre une part moins exposée au secteur.

Les **investissements** seraient les mêmes que dans le produit sans classes de risque, toujours avec comme objectif une injection supplémentaire de capital dans le secteur de l'économie sociale.

Le **type de fonds** est le même que le produit sans classes de risque, c'est-à-dire fermé.

La **garantie** de rendement et de remboursement repose sur les titres sous-jacents, mais avec une répartition des pertes selon la classe de risque détenue par l'investisseur.

Dynamique opérationnelle

L'**achat de titres**, identifiés selon leur classe de risque, pourrait se faire directement au moment de l'émission par le véhicule, ou par revente de gré à gré sur un marché secondaire si un investisseur désire se départir de ses titres.

Les **flux financiers** proviennent des **rendements** des titres sous-jacents selon la classe de risque (la tranche la plus risquée obtenant un rendement supérieur), moins une portion versée au prêteur initial (ex. la Fiducie) en échange de la **gestion** de ces prêts formant le véhicule. Une fois la créance à échéance, le capital est directement remboursé à l'investisseur détenant le titre émis par le véhicule de titrisation.

La **maturité** du produit reflète la maturité des titres sous-jacents. Par exemple, un véhicule pourrait regrouper et acheter un certain nombre de produits de capital patient sur 15 ans. Les investisseurs obtenant des titres émis par ce véhicule auraient conséquemment des titres à maturité de 15 ans.

Risques financiers

Étant adossés à des actifs sous-jacents, les titres émis par le véhicule de titrisation sont exposés au **risque de crédit** de ces actifs. Toutefois, les pertes ne seraient pas réparties également. Le détenteur de la tranche équité serait responsable des premières pertes jusqu'à épuisement de son capital et ainsi de suite pour les tranches supérieures.

Pertinence pour l'économie sociale

Un **avantage** central de ce produit pour l'économie sociale est certainement une possibilité de mobilisation supplémentaire substantielle de capital à partir des marchés financiers privés, et une étape importante en vue de l'établissement d'un marché secondaire pour le secteur.

Certains **défis** liés à cette proposition comprennent les coûts potentiellement élevés si le volume atteint n'est pas suffisant, au début et à travers le temps, puisqu'une série d'émissions répétées est un atout désirable pour créer un marché liquide et populaire auprès des marchés financiers.

Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale

Discussion approfondie

Une des façons d'accroître le potentiel de financement est de développer des produits qui rejoignent différentes classes d'investisseurs. Les structures étagées de type "Yin Yang" pourraient permettre de rejoindre ces différents types d'investisseurs en économie sociale. Ainsi, tel que mentionné dans la section sur le marché secondaire, les investisseurs d'impact dans l'économie sociale peuvent se représenter en deux sous-groupes : ceux dont le rendement prime et ceux dont l'impact social prime. Les deux groupes valorisent les impacts sociaux mais les investisseurs du premier groupe ont des responsabilités de fiduciaire qui les forcent à demander un rendement proche du rendement de marché. De plus, un produit peu risqué pourrait même rejoindre des investisseurs qui ne peuvent se qualifier d'investisseur d'impact mais qui seraient intéressés par la diversification de portefeuille que peu apporter les investissements dans l'économie sociale.

Le fonds de titres de créances en économie sociale pourrait être décomposé en plusieurs classes de risque. Chacune des classes de risque viserait une clientèle spécifique. Ainsi, la plupart des types d'investisseurs pourraient être rejoints.

Caractéristiques spécifiques du Fonds

Investisseurs

La structure proposée s'inspire des produits structurés de type « Obligations adossées à des actifs » et rémunérerait les investisseurs d'une manière variant selon leur exposition au risque, à l'intérieur du même fonds. Ces différentes classes de risque, ou tranches, feraient en sorte que certains investisseurs supporteraient plus de risque que d'autres, et seraient rémunérés proportionnellement. La répartition des risques de crédit proviendrait de la structure en cascade. Ainsi, les premières pertes liées au risque de crédit sont absorbées par les détenteurs de la première tranche. Lorsque les pertes sont supérieures à la valeur de cette tranche, la seconde tranche commence à absorber les pertes additionnelles jusqu'à l'épuisement.

Ainsi, les investisseurs d'impact, dont l'impact social prime, pourraient s'exposer à la tranche de risque la plus élevée, soit la tranche "équité", les investisseurs d'impact, dont le rendement prime, s'exposeraient à la seconde tranche appelée "mezzanine" alors que les investisseurs traditionnels pourraient être intéressés à la dernière tranche dite "senior". Il s'agit donc d'un fonds similaire au fonds de titres de créances en économie sociale mais vendu en classes de risque.

Type de fonds

Il s'agirait d'un fonds fermé, c'est-à-dire que, une fois effectuée l'émission initiale de titres aux investisseurs, aucune part supplémentaire ne sera émise. Dès l'émission, les trois types d'acheteurs investiraient dans une tranche de produit en fonction de leur risque.

Dynamique opérationnelle du Fonds

Gestion des flux financiers

La mise en place d'un tel produit serait, en pratique, identique à celle du produit sans tranches, mais aurait cette variante d'une différenciation des investisseurs selon la classe de risque qu'ils auront choisie. Les différentes classes de risque seraient établies à partir du profil de risque des titres inclus dans le portefeuille. Les facteurs déterminants pour répartir les classes de risques sont la probabilité de défaut et la corrélation de défaut entre les titres.

Un promoteur du produit serait responsable de sélectionner les prêts et de créer la fiducie qui deviendrait le véhicule de titrisation. Une fois les investisseurs et leur capital engagés dans l'achat des nouveaux titres, le transfert de fonds pourrait s'effectuer. Ces fonds seraient alors redistribués aux émetteurs initiaux des dettes sous-jacentes, et ce nouveau capital pourrait être utilisé pour financer de nouveaux projets d'économie sociale. Le suivi des prêts titrisés resterait tout de même entre les mains des émetteurs initiaux mais, pour ce travail, ceux-ci seraient rémunérés par le fonds en diminuant le transfert de rendement des prêts vers le fonds.

Rendement

Le rendement respectif de ces tranches proviendrait du rendement global du portefeuille d'actifs sous-jacents, qui serait redistribué selon l'ordre dans l'échelle de risque. Ainsi, les investisseurs d'impact obtiendraient probablement un rendement supérieur qui représenterait une rémunération pour le risque supérieur encouru.

Le rendement de chacune des classes de risque d'un tel fonds dépendrait essentiellement des défauts de paiement. À l'émission de ce type de produit, le rendement de chacune des tranches est basé sur l'offre et la demande, la qualité de crédit du portefeuille, l'expérience de défaut historique et diverses simulations sur l'environnement économique et financier.

Risques financiers

Les titres détenus par les investisseurs auraient comme collatéraux les actifs sous-jacents détenus par le véhicule duquel ils ont obtenu des parts sous la forme d'obligations. Toutefois, à la différence du fonds de titres de créances en économie sociale, les pertes ne seraient pas réparties également. Le détenteur de la tranche équité serait responsable des premières pertes jusqu'à épuisement de son capital et ainsi de suite pour les tranches supérieures.

Aperçu des simulations

À partir des simulations, présentées en détail dans l'Appendice B, il est possible de cerner quels principaux paramètres affectent le fonds de titres de créances avec classes de risque. Les simulations sont une modélisation de la structure élaborée ici, et isolent quelles variables affecteront les risques financiers interprétés comme scénarios futurs imprévisibles mais mesurables.

Dans le cas présent, c'est principalement le risque de défaut qui est simulé pour tester la sensibilité des rendements du fonds à certains paramètres. Puisque le portefeuille est fixe, le taux d'intérêt est ici fixe pour la durée des placements sous-jacents. Les paramètres analysés sont la maturité du produit, la probabilité de défaut de ces prêts et la corrélation entre ces défauts.

Dans le cas spécifique d'un fonds avec classes (ou tranches) de risque (ou de crédit), il est intéressant de rapporter les taux promis ex ante aux différentes tranches. Puisque la hiérarchie des tranches se fait selon l'ordre d'attribution des pertes, la tranche Équité (celle subissant les premières pertes) se verra promis un taux (ou écart) de rendement supérieur aux autres tranches. Les simulations permettent ce calcul de taux promis ex ante en faisant une moyenne des pertes anticipées pour chacune des tranches. La simulation applique ensuite ce taux à une distribution de scénarios de pertes afin de voir quelle déviation pourrait se réaliser de ce taux promis (en prenant un rendement global qui inclut les pertes elles-mêmes).

Concernant les paramètres étudiés, une maturité plus grande (par exemple passer de 5 ans à 10 ans) aurait tendance à augmenter le rendement promis aux trois tranches (Équité, Mezzanine et Sénior) par l'occurrence plus soutenue de pertes à travers le temps. Toutefois, pour la tranche Équité, le risque global diminue puisqu'une maturité plus longue permet au fonds de compenser ces pertes avec le rendement obtenu sur les prêts restants. L'inverse se produit pour la tranche Sénior, alors que la tranche Mezzanine (étant entre les deux) a un résultat plus ambigu. Une probabilité de défauts des prêts réduite vient diminuer le rendement promis à chacune des tranches et réduit le risque de rendements extrêmes (négatifs) réalisés. L'inverse (un plus grand taux de défaut) a l'effet contraire. Finalement, une augmentation de la corrélation rend les cas extrêmes plus probables, ce qui pourrait diminuer le taux promis à la tranche équité (qui profite surtout de la corrélation dans les cas favorables), mais qui va augmenter les taux promis aux tranches Mezzanine et Sénior, car la probabilité de subir des pertes est pour elles plus élevée. Pour les trois tranches, dans un environnement de forte corrélation, les cas extrêmes ont un impact beaucoup plus substantiel.

Pertinence pour l'économie sociale

Il y a plusieurs avantages à ce type de structure pour le financement de l'économie sociale. Le premier est sans contredit la capacité de rejoindre différents types d'investisseurs avec un même produit. Le second a trait au gage de bonne gouvernance dans la mesure où les promoteurs du financement de l'économie sociale détiendraient la tranche de risque supérieure. Enfin, ce produit, au même titre que le fonds de rehaussement de crédit, permettrait d'accroître sensiblement le levier pour les promoteurs de l'économie sociale. Ainsi, au lieu de financer entièrement une entreprise, le promoteur de l'économie sociale pourrait faire le prêt ou fournir le capital patient, le titriser et conserver la tranche de risque supérieure.

Cette structure de risque en cascade alors que le promoteur conserve la tranche de risque la plus élevée pourrait favoriser la vente de titres de l'économie sociale à des investisseurs autres que des investisseurs d'impact qui verraient un produit de diversification intéressant. Toutefois, le gain ou rendement résiduel du détenteur de la tranche équité est lié à la quantité de défauts réalisés et de l'écart entre le rendement des titres dans le portefeuille et le rendement requis pour les tranches supérieures, mezzanine et sénior.

En dépit de ces avantages, ce type de fonds est associé à une étape ultérieure du développement d'un marché primaire.

L'établissement de paramètres de risque demande une connaissance approfondie du marché de l'économie sociale incluant des bases de données fiables sur une longue période. En effet, les investisseurs doivent baser leurs décisions sur des statistiques fiables et disponibles sur un horizon équivalent à quelques cycles économiques.

Le fonds nécessiterait des produits standardisés et en nombre suffisant pour justifier le tranchage en classes de risque. Actuellement et dans un avenir prévisible, il est peu probable que le volume de créances de biens et services pouvant être titrisées soit suffisant.

Les coûts en ingénierie financière et en développement de produits seraient importants dans ce type de structure et ne pourraient être récupérés qu'avec un grand nombre d'émissions. Enfin, la mauvaise presse qu'ont eue ces produits au cours des dernières années et la méconnaissance de ces produits par de nombreux investisseurs institutionnels limitent également son attrait à court terme.

Bilan

Un sommaire, présenté à la fin de la présente partie, offre un bilan comparatif des avantages et inconvénients de ce produit par rapport aux autres produits présentés dans ce rapport.

Partie IV-4 : Fonds de rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale

Caractéristiques

La **mise en place** d'un fonds d'assurance visant à rehausser le crédit d'un fonds de développement en économie sociale serait effectuée par une prise en charge d'une portion des premières pertes ou des pertes totales par l'assureur. Le premier cas (prise en charge partielle des pertes) s'apparente à la tranche équité d'un fonds par classe de risque. Le second cas, à une garantie de prêt.

Dans le contexte actuel, une structure **comparable** serait Investissement Québec (IQ) avec son programme de garantie de prêt. Un fonds de rehaussement de crédit pourrait venir compléter le rôle actuel d'IQ en économie sociale par le biais d'une participation dans un ou des fonds de développement.

Dynamique opérationnelle et risques financiers

L'impact d'une protection par l'**achat d'une tranche** par le fonds de rehaussement de crédit permet une diminution du **risque de crédit** et du **risque de réputation** par l'investisseur. Cette diminution des risques permet une rémunération inférieure à verser aux investisseurs. D'un autre côté, le rendement de l'assureur, pour compenser ses pertes potentielles, doit être beaucoup plus élevé, ou recevoir des frais d'assurance.

Pertinence pour l'économie sociale

Transposer la gestion du risque à un **acteur du milieu**, par exemple la Fiducie du Chantier de l'Économie sociale, permet d'attirer des investisseurs non familiers au secteur, ou réticents face au risque de réputation, de participer au financement du secteur.

Cet **effet de levier** intéressant doit toutefois être pris dans son ensemble, qui inclut aussi une mise en place potentiellement coûteuse pour l'entité du milieu de l'économie sociale en charge de sa gestion.

Fonds de Rehaussement de crédit (assurance) en économie sociale

Discussion approfondie

Si les besoins de financement de l'économie sociale s'accéléraient, les investisseurs d'impact pourraient avoir de la difficulté à s'engager au-delà d'un certain niveau. Un élargissement de la base d'investisseur pourrait être requis. L'utilisation d'un unique fonds de développement social pourrait s'avérer difficile pour aller chercher cette nouvelle clientèle d'investisseurs. Plusieurs investisseurs institutionnels ayant des contraintes de fiduciaire ne pourraient ou auraient des difficultés à investir dans les titres de l'économie sociale en raison notamment des risques financiers liés au manque de connaissance de l'économie sociale au Québec et des risques de réputation relatifs à la réalisation des garanties.

Ce produit financier est un fonds s'appliquant aux autres fonds déjà présentés et constitue un ajout permettant le rehaussement de la qualité de crédit de ceux-ci. Il est, en ce sens, distinct des trois premiers produits présentés plus haut.

Caractéristiques spécifiques du fonds

Mise en place

La mise sur pied d'un fonds de rehaussement de crédit en économie sociale pourrait s'avérer un instrument intéressant pour limiter les risques financiers et de réputation, augmenter le levier financier et élargir la base d'investisseurs. Il nécessite la mise sur pied d'un fonds assureur et d'un fonds de développement à risque modéré. Le fonds de rehaussement de crédit prendrait à sa charge un pourcentage des premiers défauts de paiement. Le fonds de développement à risque modéré serait, par conséquent, protégé en tout ou en partie du risque de défaut. Par exemple, le fonds pourrait prendre à sa charge les premiers 10 % de pertes du fonds de développement à risque modéré pour une période donnée. Les investisseurs d'impact en raison de leurs objectifs différents et de leur meilleure connaissance de l'industrie pourraient fournir le capital nécessaire au fonds de rehaussement de crédit en économie sociale ou contracter cette assurance auprès d'un organisme public ou parapublic comme Investissement Québec.

Comparable

Actuellement, Investissement Québec via son programme de financement des entreprises de l'économie sociale, propose des garanties de prêt. La garantie de prêt est une garantie de remboursement de la perte nette subie par l'institution financière qui accorde le prêt, marges de crédit, lettre de crédit ou toute autre forme de financement. La durée maximale de la garantie est de 5 ans dans le cas d'une marge de crédit ou de 10 ans dans le cas de toute autre forme de financement. Le montant de la garantie de prêt ou du prêt accordé par Investissement Québec ne peut excéder 75 % des dépenses liées au projet.

Le programme de garanties de prêt semble bien répondre aux besoins des entreprises de l'économie sociale et des institutions financières prêteuses. Le fonds de rehaussement de crédit vise à compléter l'approche d'IQ en réduisant le risque financier et de réputation aux investisseurs d'impact par le biais de participation dans les fonds de développement.

Le fonds pourrait prendre des participations dans les tranches de risque les plus élevées des produits étagés. L'élargissement des participations à un fonds qui vise le marché de financement primaire équivaut à proposer à l'investisseur d'impact une structure étagée par classes de risque.

Dynamique opérationnelle du fonds

Le fonds de rehaussement offrirait des garanties sur le crédit à un fonds de développement en économie sociale à risque modéré. Si un titre inclus dans le fonds de développement faisait défaut, le fonds de rehaussement compenserait en tout ou en partie le fonds de développement de l'écart entre la valeur du défaut et sa pleine valeur. Pour l'investisseur dans le fonds de développement, cela signifierait que les risques de crédit seraient assumés en tout ou en partie par le fonds de rehaussement de crédit. L'impact serait, par conséquent, un taux de rendement requis nettement inférieur et une baisse du risque de réputation. Par contre, le fonds de développement à risque modéré devrait payer des frais pour cette assurance au fonds de rehaussement.

Cette mécanique de rehaussement de crédit peut permettre d'accroître le levier des institutions actives dans le financement de l'économie sociale et d'augmenter le rendement de ces institutions. Ainsi, l'institution n'utiliserait plus son capital pour faire des prêts aux entreprises ou l'achat direct de capital patient mais offrirait une garantie de prêt aux titres détenus par le fonds de développement à risque modéré. Dans la mesure où les projets de l'économie sociale sont diversifiés et souvent moins cycliques que le reste de l'économie, le fonds de rehaussement de crédit en économie sociale pourrait profiter d'une grande diversification, ce qui contribuerait à diminuer son risque global.

Risques financiers

Le fonds de rehaussement de crédit pourrait générer un rendement supérieur car il supporterait un risque plus élevé. Étant donné que les acteurs de l'économie sociale sont aux premières loges des projets développés et que leur connaissance de leur industrie est nettement supérieure à celle des investisseurs financiers, le fonds serait un gage important de gouvernance auprès de ceux-ci.

La mise sur pied d'un tel fonds nécessite une connaissance importante des risques de défaut des entreprises de l'économie sociale. En effet, le fonds de rehaussement de crédit devrait charger un coût d'assurance suffisant pour couvrir les risques de défaut et générer un rendement compatible avec le risque encouru. Ce type de fonds nécessiterait donc l'accès à une base de données financière sur les entreprises de l'économie sociale de façon à bien tenir compte du risque de défaut.

D'autre part, malgré un risque moindre, une certaine portion du fonds de développement social à risque modéré devrait être détenue sous forme de liquidités pour faire face aux rachats potentiels. Toutefois, étant donné la réduction des risques de crédit, cette réserve pourrait être moindre que dans le cas précédent sans assurance.

Le fonds devrait être soumis à un cadre réglementaire selon l’Autorité des Marchés Financiers du Québec.

Aperçu des simulations

À partir des simulations, présentées en détail dans l’Appendice B, il est possible de cerner quels principaux paramètres affectent le fonds de rehaussement de crédit. Les simulations sont une modélisation de la structure élaborée ici, et isolent quelles variables affecteront les risques financiers interprétés comme scénarios futurs imprévisibles mais mesurables.

Dans le cas présent, c’est principalement le risque de défaut qui est simulé pour tester la sensibilité des défauts sur créances à certains paramètres. Les paramètres analysés sont l’échéance de l’assurance, la probabilité de défaut de ces prêts et la corrélation entre ces défauts.

Ici, les défauts sur prêts sont assurés et, donc, nous mesurons la valeur actuelle des pertes futures pour mesurer l’ampleur d’une prime potentiellement chargée par un assureur pour prendre à sa charge ces pertes futures.

Une échéance de l’assurance plus grande aurait tendance à augmenter les pertes totales moyennes, médianes et extrêmes par l’occurrence plus soutenue de pertes à travers le temps. Ceci indique donc, d’une manière logique, que plus la période couverte par une assurance est longue, plus celle-ci coûtera cher. Une probabilité de défauts des prêts réduite vient, tout aussi logiquement, réduire l’anticipation des pertes totales donc du coût d’une assurance. L’inverse (un plus grand taux de défaut) a l’effet contraire. Finalement, une augmentation de la corrélation rend les cas extrêmes plus probables (potentiellement très lourdes pertes).

Pertinence pour l’économie sociale

La complexité de la mise sur pied du fonds de rehaussement de crédit en économie sociale relève d’une grande connaissance des risques de crédit. Fournir une assurance est équivalent à supporter les risques de défaut de l’ensemble du produit. Le fonds serait donc exposé au risque de défaut avec un effet de levier important. Néanmoins, l’effet de levier peut s’avérer un moyen efficace de générer un financement additionnel et pallier le fait que les investisseurs ont une connaissance limitée de l’économie sociale au Québec. Les promoteurs de l’économie sociale ayant une meilleure connaissance des risques sont plus enclins à supporter un risque perçu supérieur.

La mise sur pied du fonds nécessite également que son promoteur ait à sa disposition une base de capital suffisante pour honorer ses obligations envers le fonds de développement à risque modéré. À cet égard, le marché des garanties est souvent initié au Canada par des organismes publics ou parapublics. Dans le marché de l’économie sociale au Québec, Investissement Québec joue un rôle essentiel via son programme de garanties.

Malgré ses avantages indéniables au plan financier, l’approche proposée pourrait être complexe et coûteuse à mettre sur pied. Les deux points majeurs à considérer sont la connaissance des risques et la base de capital. La constitution d’un fonds de développement en économie sociale à risque modéré avec la contribution du programme de garanties d’IQ pourrait être envisagée.

Bilan

Un sommaire, présenté à la fin de la présente partie, offre un bilan comparatif des avantages et inconvénients de ce produit par rapport aux autres produits présentés dans ce rapport.

Sommaire : Perspective globale

L'objectif du présent sommaire, couvrant les quatre idées de produits financiers de ce rapport, est de tenter d'identifier les points forts et les points plus faibles propres à chacun. Le schéma suivant illustre ces points.

Idée de produit	Points forts	Points plus faibles
Fonds de développement	<ul style="list-style-type: none"> • Bassin potentiel d'investisseurs institutionnels et de détail • Grande flexibilité dans la nature des investissements • Grande flexibilité de la maturité (fonds perpétuel) • Étape de base vers le développement d'un marché secondaire • Facilement incorporable aux activités actuelles de la Fiducie du Chantier 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficulté de mesurer la valeur des titres sous-jacents, donc la valeur du fonds et des unités • Risque de liquidité (rachat d'unités) • Gestion active potentiellement coûteuse • Limité au marché primaire
Fonds de titres de créances	<ul style="list-style-type: none"> • Facilement analysable, par la structure fixe du portefeuille d'actifs sous-jacents • Étape plus avancée vers le développement d'un marché secondaire • Gestion limitée, pour chaque véhicule 	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité de mettre un véhicule sur pied pour chaque émission de titres (coûts) • Nécessité d'un volume relativement grand • Limité qu'aux investisseurs institutionnels • Nécessité d'une standardisation accrue des titres sous-jacents (maturité, secteur, etc.)
Fonds de titres de créances (classes de risque)	<ul style="list-style-type: none"> • Étape plus avancée vers le développement d'un marché secondaire • Diversité d'investisseurs sollicités selon les différentes tranches de risque • Gestion limitée, pour chaque véhicule 	<ul style="list-style-type: none"> • Moins facilement analysable, par la structure complexe de la répartition de pertes entre les différentes tranches • Nécessité de mettre un véhicule sur pied pour chaque émission de titres (coûts) • Nécessité d'un volume relativement grand • Limité qu'aux investisseurs institutionnels • Nécessité d'une standardisation accrue des titres sous-jacents (maturité, secteur, etc.)
Fonds de rehaussement de crédit	<ul style="list-style-type: none"> • Outil favorisant la participation d'investisseurs non liés à l'Économie sociale • Diminution du risque de réputation, si le fonds est un acteur du milieu • Conditions plus favorables pour les investisseurs rendent le rendement exigé plus bas, donc moins cher pour les emprunteurs • Potentiel rôle pour la Fiducie du Chantier pour développer cet effet de levier 	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité de données précises pour anticiper les risques de pertes prévues • Coûts élevés de mise en place

Après avoir identifié les points spécifiques à chacun, il vaut la peine de mentionner ceux qui s'appliquent à tous. Premièrement, tous ont un potentiel d'attraction pour des investisseurs sur les marchés financiers, entraînant donc un capital supplémentaire pour financer les initiatives du secteur des biens et services de l'économie sociale au Québec. Deuxièmement, les conditions de mise en place n'étant pas actuellement remplies, un effort pour les atteindre serait une progression saine pour le secteur. Pensons notamment à la standardisation des produits financiers existants, de l'information et des maturités. Finalement, pour atteindre ces conditions, et pour la mise en place de ces idées, des montants potentiellement élevés de coûts nécessaires pourraient s'observer.

Partie V : Recommandations concernant les idées de produits financiers

Dans un contexte où la demande de financement dans le secteur de l'économie sociale au Québec serait accélérée, deux principales recommandations sont mises de l'avant.

Recommandation #1

Favoriser le développement de l'idée d'instrument financier identifié comme Fonds de développement pour l'économie sociale. Favoriser cette idée parmi l'ensemble de celles présentées s'appuie sur les points suivants :

- Cette idée de produit financier a comme avantage majeur une très grande flexibilité quant à la composition de son portefeuille. L'approche de gestion active d'investissement et de réinvestissement permet d'évacuer certaines des conditions les plus difficiles à remplir pour les actifs sous-jacents, notamment concernant une forte standardisation.
- Qui plus est, la flexibilité peut s'étendre au-delà des produits habituels de l'économie sociale et s'appliquer à des produits comme les parts privilégiées de coopératives, à des terrains en vue du développement de projets d'habitation communautaire, et aux titres obligataires pour l'habitation communautaire proposés dans ce rapport. Ces produits supplémentaires viendraient entre autres augmenter le volume potentiel du fonds (permettant une économie d'échelle au niveau des frais de gestion) tout en respectant les objectifs d'investissement en économie sociale.
- Une fois la composition anticipée d'un portefeuille, les outils d'analyse du CIRANO pourraient être mis à contribution pour faciliter les calculs financiers relatifs à la mise en place.

Recommandation #2

Que le milieu soit encouragé à proposer et à choisir quel joueur présent actuellement dans le milieu serait en mesure de se voir attribuer le mandat du développement d'un tel produit. Cet acteur du milieu pourrait prendre l'initiative d'établir la structure de gouvernance appropriée faisant en sorte que ce produit soit bien reçu par le milieu de l'économie sociale et puisse aussi atteindre les pré-requis nécessaires pour occuper une place de choix sur les marchés financiers.

En somme :

- Une entité de financement existante en économie sociale, telle la Fiducie du Chantier de l'Économie sociale, pourrait être un acteur privilégié pour mettre sur pied et offrir ce type de produit financier au niveau des investisseurs institutionnels et, bien entendu, aux particuliers désireux d'épargner tout en poursuivant leurs objectifs personnels d'investissement socialement responsable.
- Une telle entité issue du milieu pourrait ainsi y jouer un rôle d'avant-plan pour ce qui est de la mise en marché par la recherche d'investisseurs et/ou le développement d'un marché d'épargnants. Confier un mandat de mise en marché et, surtout, de gestion à un groupe issu du milieu représente un avantage indéniable au niveau d'une gouvernance adéquate puisqu'il s'agirait d'un acteur central du secteur de l'économie sociale étant associé à un produit d'investissement dans ce même secteur.

Appendice B : Simulations financières

À l'aide de logiciels de simulation développés par le CIRANO, il est possible d'illustrer l'impact qu'ont certains paramètres sur les produits financiers proposés.

Ces produits sont :

- B.1 : Fonds de développement pour l'économie sociale
- B.2 : Fonds de titres de créances en économie sociale
- B.3 : Fonds de titres de créances (par classes de risque) en économie sociale
- B.4 : Fonds de rehaussement de crédit en économie sociale

B.1 : Simulations pour le Fonds de développement pour l'économie sociale

Le logiciel présume que le fonds est divisé en deux composantes : un portefeuille d'investissements en capital patient générant des revenus d'intérêt chaque année; et une réserve en obligations gouvernementales liquides, générant des revenus d'intérêt et permettant une sécurité pour les investisseurs désirant revendre leurs parts du fonds à tout moment.

De plus, nous avons adopté l'hypothèse qu'un rendement du fonds supérieur à son indice de référence attirera des investissements supplémentaires, alors que l'inverse poussera une revente des parts des investisseurs au fonds. L'ampleur de ces mouvements est proportionnelle à l'écart entre le rendement du fonds et son indice de référence. Si une année la réserve est épuisée par une trop forte demande en liquidité liée à des rachats, le fonds procède alors à une liquidation de ses actifs sous forme de prêts. La réserve sera reconstituée lors d'années où le fonds aura généré des rendements positifs, ou bien ne le sera jamais et, par la liquidation de tous ses actifs, le fonds sera forcé de terminer ses activités. Cette situation cherche à répliquer le comportement usuel des fonds à capital de risque.

Faute de données précises pour les paramètres désirés dans ce secteur de l'économie, une spécification de base, mais réaliste, sera utilisée. Ensuite, une modification de ces paramètres démontrera leur impact; il s'agit ainsi d'une présentation plus conceptuelle d'un produit théorique que d'une analyse poussée reflétant la réalité de l'économie sociale au Québec. Plus de détails concernant les logiciels, et les logiciels eux-mêmes, sont disponibles sur le site Web accompagnant ce rapport.

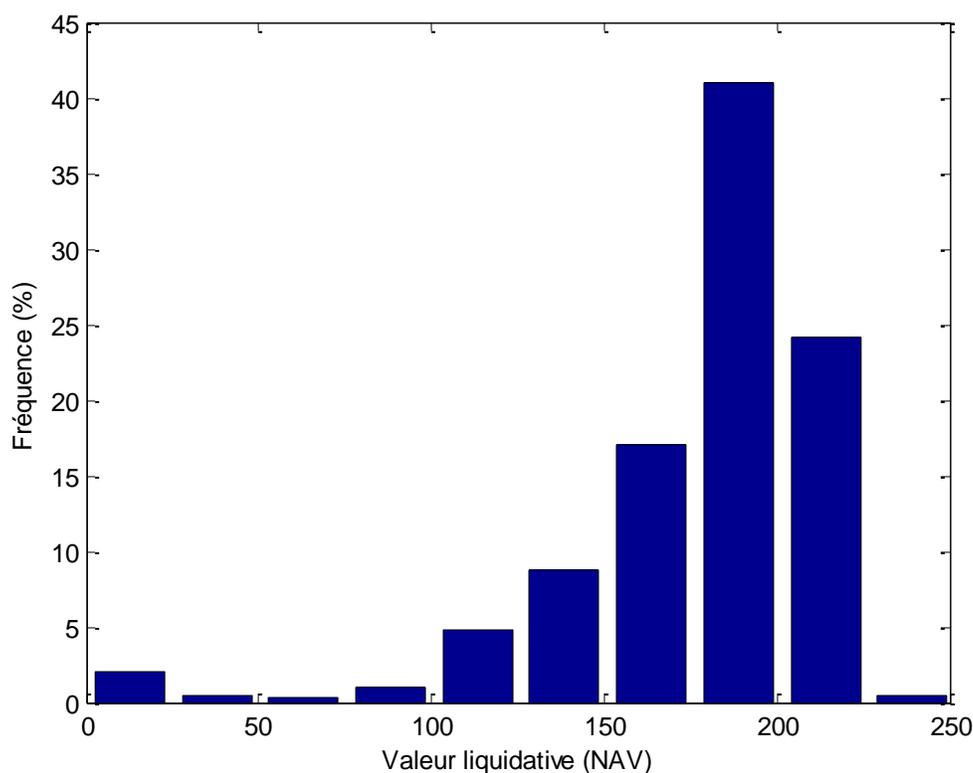
Le tableau suivant présente les principaux paramètres de base :

Paramètre	Valeur
Valeur initiale du fonds	100 \$
Entrées de fonds investies en capital patient	75 %
Entrées de fonds investies dans la réserve	25 %
Type de produits constituant la réserve	Obligations gouvernementale 10 ans
Indice/Taux de référence	Obligations gouvernementale 10 ans
Taux chargé aux entreprises d'économie sociale	+ 200 points de base
Frais de gestion du fonds	- 100 points de base
Nombre de prêts initiaux	50 entreprises
Taux de défaut annuel	2 %
Corrélation entre les défauts	0,4
Taux de recouvrement des défauts sur prêts	40 %
Modèle de simulation du taux d'intérêt	Cox-Ingersoll-Ross (CIR)
Modèle de simulation des défauts sur prêts (et corrélation)	Copule gaussienne
Horizon d'analyse	15 ans
Nombre de scénarios simulés	50 000

Tableau B.1.a : Paramètres de base pour la simulation d'un fonds de développement de l'économie sociale

Les résultats qui seront utilisés pour mesurer l'impact de ces différents paramètres sont : la moyenne de l'écart entre le rendement du fonds et l'indice de référence; la probabilité que le solde du fonds tombe à zéro (c.-à-d. perte totale du capital); et, la valeur liquidative du fonds (*Net Asset Value*, ou NAV), qui reflète le rendement annuel, sous la forme d'une distribution. Cette dernière distribution ne sera présentée qu'une fois, puisque l'information provenant de celle-ci est incluse dans les calculs de rendement.

Le graphique suivant présente la distribution de la NAV pour le cas de base du tableau ci-dessus.



Distribution de la NAV après 15 ans

Pour mieux voir comment calculer le calcul du rendement à partir de la NAV, par exemple, une NAV de 200 \$ après 15 ans, pour un point de départ standardisé à 100 \$, représente un rendement annuel nominal de :

$$\left(\frac{200}{100}\right)^{\frac{1}{15}} - 1 = 4,73 \%$$

Par rapport à un taux de référence de 4 %, l'écart de ce rendement par rapport à son indice de référence serait de 73 points de base; ce qui représente la variable d'écart qui sera présentée plus bas.

Pour le cas de base, les résultats sont :

Écart avec le taux de référence (<i>spread</i>), en pdb			Probabilité de perte totale
Moyenne	Médian	VaR (5 %)	
-0,08	42,06	-329,46	1,01 %

Tableau B.1.b : Résultats de simulation pour le cas de base

Dans ce tableau, avec un taux de référence à 4 %, le taux de rendement annuel moyen serait de 3,92 %, la médiane serait de 4,42 % et aurait une valeur à risque à -0,71 %. Il y a une probabilité

de perte totale (que le solde du fonds tombe à zéro) de 1,01 % sur l'ensemble de la durée de 15 ans.

Concernant le rendement moyen, sous les paramètres de base, un écart près de zéro par rapport au taux sans risque se rapproche d'un investissement à risque neutre. Plus précisément, un investisseur ayant une attitude neutre face au risque serait indifférent entre un placement sans risque et un placement avec risque puisque les rendements (nets des pertes) seraient identiques. Dans le cas d'un fonds avec risque de pertes, le taux promis serait plus élevé que le taux sans risque, mais les pertes réalisées viendraient diminuer le rendement à un taux moyen équivalent à un placement sans risque. La différence entre les placements provient d'une possibilité de rendement plus élevé si les défauts sont plus faibles et vice-versa.

Maintenant, trois tableaux seront présentés mettant l'emphase sur quatre paramètres clés :

- 1) la part en réserve (versus en prêts);
- 2) la probabilité de défaut annuel; et,
- 3) la corrélation entre les (défauts sur) prêts.

Un tableau sera présenté pour chaque paramètre étudié. Tous les autres paramètres sont fixés au cas de base.

1) *Impact de la réserve*

Ce premier tableau d'impact étudiera l'influence de la part en réserve par rapport à la part en investissement en capital patient (prêts).

Part de la réserve	Écart avec le taux de référence (<i>spread</i>), en pdb			Probabilité de perte totale
	Moyenne	Médian	VaR (5 %)	
25 %	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
10 %	1,97	46,51	-351,64	1,12 %
0 %	10,81	54,51	-354,88	1,18 %
25 %	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
40 %	-25,48	14,01	-328,66	1,00 %
50 %	-33,00	2,41	-311,88	0,98 %
75 %	-43,11	-25,32	-188,51	0,80 %
100 %	-44,21	-45,65	-91,03	0,00 %

Tableau B.1.c : Impact de la réserve sur les rendements du fonds

À partir du scénario de base (25 % en réserve et 75 % en prêts), on peut constater qu'une baisse relative de la part en réserve (à 10 % puis à 0 %) entraîne une augmentation du rendement moyen et médian par la prise de positions supplémentaires en prêts (plus payants que les obligations

tenues dans la réserve). Toutefois, le risque augmente lui aussi, tel que mesuré par la VaR et la probabilité de perte totale des investissements.

Dans la direction inverse, si l'on augmente la part de réserve, le rendement moyen diminue. La médiane, tout comme le risque via la VaR et la perte totale du fonds, viennent à diminuer substantiellement. Le point où tous les fonds sont investis dans la réserve représente un fonds d'obligations avec une gestion active et un réinvestissement des revenus d'intérêts. Le rendement moyen d'environ 3,5 % (soit 4 % moins environ 0,5 %, provenant de la dernière ligne du tableau) reflète une valeur à long terme des obligations d'environ 4,5 % moins le 1 % (ou 100 points de base) de frais de gestion.

2) Impact de la probabilité de défaut

Le cas de base utilise une probabilité de défaut de 2 % par année sur les prêts octroyés par le fonds. Le tableau suivant illustre l'impact d'un changement de ce paramètre.

Taux de défaut annuel	Écart avec le taux de référence (<i>spread</i>), en pdb			Probabilité de perte totale
	Moyenne	Médian	VaR (5 %)	
2,0 %	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
2,5 %	-48,15	7,87	-593,41	1,97 %
3,0 %	-84,87	-22,24	-1 594,4	3,04 %
3,5 %	-126,00	-53,94	-3 569,5	4,90 %
2,0 %	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
1,5 %	21,25	52,93	-240,96	0,47 %
1,0 %	52,34	70,98	-129,39	0,16 %
0,5 %	80,22	87,02	-14,03	0,02 %
0,0 %	105,70	104,47	58,81	0,00 %

Tableau B.1.d : Impact du nombre de prêts sur les rendements du fonds

À partir du cas de base (2 %), l'impact d'une augmentation du taux de défaut est direct avec une détérioration des résultats de rendements telle qu'observée par la moyenne, médiane et VaR.

La probabilité de perte totale augmente rapidement lorsque l'on passe de 2 % à 3,5 %; elle va presque quintupler. Au niveau de la VaR, celle-ci se multiplie par 10 pour le même changement de taux de défauts. En diminuant le taux de défaut, les rendements augmentent et la dispersion des résultats diminue progressivement. De plus, un résultat direct est qu'un taux à 0 % entraîne un risque de faillite à 0 %. Force est de constater que ce résultat tient principalement car ce taux de défaut n'est appliqué qu'aux prêts alors que les obligations détenues sont, quant à elles, présumées n'avoir aucun défaut (c.-à-d. sans risque).

3) Impact de la corrélation

Finalement, le tableau suivant démontre l'impact de la corrélation entre les prêts. Le cas de base est une corrélation de 0,4. Il est important de souligner que, aux fins de simulation, ce taux est constant à travers le temps et uniforme pour toute paire de prêts.

Corrélation	Écart avec le taux de référence (<i>spread</i>), en pdb			Probabilité de perte totale
	Moyenne	Médian	VaR (5 %)	
0,4	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
0,5	-21,39	38,75	-594,48	2,29 %
0,75	-53,15	60,89	-10 400	8,88 %
1	-93,09	91,60	-10 400	25,70 %
0,4	-0,08	42,06	-329,46	1,01 %
0,3	2,94	26,52	-257,48	0,38 %
0,15	6,76	18,73	-151,73	0,02 %
0,0	14,09	14,23	-54,53	0,00 %

Tableau B.1.e : Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

Les résultats sont ici assez différents des précédents concernant les directions que prennent la moyenne et la médiane. Plus précisément, lorsque l'on augmente la corrélation entre les actifs (prêts), le rendement moyen diminue par l'occurrence de cas extrêmes où plusieurs prêts font défaut en même temps. Toutefois, la médiane augmente légèrement au même moment en indiquant que certains scénarios à haute corrélation génèrent aussi des résultats plus élevés; la non-symétrie de cas négatifs plus imposants que les cas positifs explique cette inversion des directions. La VaR suit, quant à elle, la direction de la moyenne puisqu'elle concerne les cas extrêmes négatifs. Parallèlement, la probabilité de faillite (perte totale) augmente jusqu'à atteindre le quart du fonds. Lorsque la corrélation diminue, l'inverse de la situation précédente s'applique, jusqu'au cas où une corrélation nulle entraîne une absence de risque de faillite pour le fonds.

Ici, une relation est observable entre la faillite totale du fonds et la Valeur à Risque (VaR). Puisque cette dernière représente le début des pires 5 % des cas, lorsque la probabilité de perte totale dépasse le 5 %, la VaR s'établit à -10 400 points de base, c'est-à-dire -104 %. Ce chiffre représente une perte totale du fonds (-100 %) en plus d'un écart au taux repère qui est à 4 %.

Sommaire des simulations pour le Fonds de développement

Les résultats sont sensibles aux paramètres de la part de la réserve, de corrélation et de taux de défaut.

En somme :

1. La part de la **réserve** en liquidité (ex. obligations gouvernementales sans risque) a un effet limité sur le rendement et le risque, sauf si elle atteint des niveaux très élevés, par exemple en passant de 25 % à 75 %. À ce stade, la mission du fonds serait compromise puisqu'il ne s'agit pas d'un fonds d'obligations. De plus, détenir des titres liquides et sans risque comme des obligations gouvernementales, en plus des frais de gestion, n'offre pas un rendement moyen ou médian comparable au rendement de prêts à risque plus élevé. Le compromis risque-rendement est donc très clairement illustré par le paramètre de réserve.
2. Au niveau des prêts eux-mêmes, la **probabilité de défaut** peut avoir des impacts majeurs si elle est augmentée significativement. Dans une situation où l'on passe du 2 % de base pour atteindre, par exemple, 3,5 %, l'écart moyen passe d'environ 0 pdb à environ -125 pdb. Dans ce même cas, la probabilité de perte totale passe d'environ 1 % à presque 5 %, soit 5 fois plus élevée.
3. L'autre paramètre concernant ces prêts, la **corrélation**, vient établir l'occurrence des cas extrêmes et les résultats s'avèrent d'une forte sensibilité à l'égard de ce paramètre. En effet, en augmentant le facteur de base de 0,4 seulement à 0,5, la probabilité de perte totale pourrait plus que doubler en passant de 1 % à 2,3 %. Dans ce même contexte, la mesure de risque qui est la VaR, doublera aussi en passant d'un écart de rendement d'environ --330 pdb à -600 pdb. Avec une corrélation de 0,75 et de 1, la VaR reflète une perte totale des investissements. Inversement, un portefeuille bien diversifié avec une faible corrélation pourrait substantiellement diminuer les chances de faillite et améliorer les rendements moyens. Il faut toutefois mettre l'accent sur le fait que le paramètre de corrélation est surtout un paramètre touchant le risque davantage que le rendement.

B.2 : Simulations pour le fonds de titres de créances

Afin de mieux cadrer les éléments déterminants dans ce contexte, le CIRANO a produit un logiciel générant des simulations pour calculer les différents rendements d'un produit de titrisation en économie sociale.

La structure en est une où les prêts génèrent un rendement périodique et, s'il s'avérait qu'ils faisaient défaut, les produits de recouvrement seraient réinvestis au taux sans risque (qui est aussi le taux de référence du produit).

La première étape des calculs suivants est d'utiliser les résultats de simulations d'occurrences de défaut pour établir quel taux serait donné à un investisseur pour compenser les pertes à venir. Cette approche permet l'établissement de taux à partir d'un taux à risque neutre, soit le taux qui, en moyenne, respecte les probabilités de pertes. Aux fins de simulation, cette probabilité de pertes est un paramètre fourni par l'utilisateur du logiciel. Cependant, pour ce type de produit financier, la probabilité de pertes est généralement déterminée par l'espérance de pertes sur les entités de crédits constituant le portefeuille. Plus précisément, il s'agirait du taux donné à un investisseur pour, qu'en moyenne, net des pertes, son rendement soit égal à zéro. Ainsi, un investisseur risque-neutre serait indifférent entre investir ou non (un investisseur réfractaire au risque nécessiterait un taux moyen positif, et un investisseur aimant le risque accepterait un taux moyen négatif).

Ensuite, la deuxième étape consiste à appliquer ce taux risque-neutre pour l'appliquer aux simulations et ainsi générer une distribution de rendements basée sur différents scénarios de défaut. Il s'agit de cette distribution de rendement qui sera utilisée pour générer les résultats plus bas. Les calculs de taux promis et de VaR seront les résultats présentés.

Les principaux paramètres utilisés sont :

Paramètre	Valeur
Valeur initiale du fonds	100 \$
Taux de référence	4 %
Taux chargé aux entreprises d'économie sociale	+ 200 points de base
Nombre de prêts initiaux	50 entreprises
Taux de défaut annuel	2 %
Corrélation entre les défauts	0,4
Taux de recouvrement des défauts sur prêts	40 %
Modèle de simulation des défauts sur prêts (et corrélation)	Copule gaussienne
Horizon d'analyse	15 ans
Nombre de scénarios simulés	1 000

Tableau B.2.a : Paramètres de base pour la simulation d'un fonds de titres de créances en économie sociale

Voici les résultats de simulation pour ce cas de base :

Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb	
Ex ante	VaR (5 %)
116,54	-175,37

Tableau B.2.b : Résultats de simulation pour le cas de base

À partir de cette spécification de base, il nous est possible d'isoler les paramètres pertinents et d'illustrer l'impact qu'ont ceux-ci sur le risque de rendement du produit. Les principaux paramètres sont :

- 1) la maturité du produit;
- 2) la probabilité de défaut par année
- 3) la corrélation entre les (défauts sur) prêts

Les résultats représentent toujours le cas de base, sauf pour le paramètre explicitement modifié.

1) *Impact de la maturité*

La maturité de base est ici de 15 ans. Ainsi, les rendements

Maturité	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb	
	Ex ante	VaR (5 %)
15	116,54	-175,37
10	119,65	-214,13
5	116,49	-251,62

Tableau B.2.c : Impact de la maturité sur les rendements du fonds

Le constat principal ici est qu'une augmentation de la maturité des titres sous-jacents dans le cadre d'un fonds de créances titrisées n'a pas réellement d'impact sur le rendement promis. Toutefois, considérant aussi les rendements sur les prêts restants, la VaR remonte tranquillement puisque, à plus long terme, le fonds peut compenser pour les pertes. En diminuant la maturité, l'inverse se produit. Les maturités au-dessus de 15 ans sont ici ignorées dû à la nature fermée de ce fonds et à l'absence de titres dépassant l'échéance de 15 ans.

2) *Impact de la probabilité de défaut*

Pour mesurer l'impact de la probabilité de défaut, nous prenons d'abord un cas de base à 2 % par année. Le tableau suivant montre l'impact d'une variation sur ce paramètre.

Taux de défaut	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb	
	Ex ante	VaR (5 %)
2 %	116,54	-175,37
3 %	177,12	-196,64
4 %	218,24	-233,13
2 %	116,54	-175,37
1,5 %	88,94	-144,82
1 %	58,08	-128,22

Tableau B.2.d : Impact de la probabilité de défaut sur les rendements du fonds

Ici, puisque le taux de rendement demandé est établi ex ante selon la probabilité de défaut attendue, ce taux est très sensible lorsque l'on fait varier le taux de défaut attendu. Ainsi, augmenter l'attente de défauts sur prêts vient faire augmenter directement le taux demandé par les investisseurs. Un autre résultat révélateur est l'ampleur du risque tel que mesurée par la VaR. Augmenter la probabilité de défaut augmente le risque de rendement réalisé, et vice-versa.

3) Impact de la corrélation

Finally, à partir du cas de base d'une corrélation à 0,4 il sera possible d'évaluer l'impact des changements de celle-ci. Le tableau suivant présente les résultats liés à la corrélation.

Corrélation	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb	
	Ex ante	VaR (5 %)
0,4	116,54	-175,37
0,5	113,47	-219,16
0,75	114,14	-307,18
0,9	119,13	-402,62
0,4	116,54	-175,37
0,3	113,13	-139,02
0,2	114,72	-112,60
0,1	112,58	-80,66

Tableau B.2.e : Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

L'impact de la corrélation est quasi-inexistant dans le cas d'un fonds de créances à tranche unique. Le terme « tranche unique » s'utilise ici en contraste avec le prochain produit présenté ci-après. Dans le présent cas, la corrélation affecte surtout la dispersion de la distribution réalisée de rendements. En effet, lorsque la corrélation augmente, la dispersion augmente par un mouvement soutenu de la VaR vers le bas. Une corrélation inférieure a l'effet inverse et rend la distribution plus centrée vers zéro.

Sommaire des simulations pour le fonds de titres de créances

En résumé, dans un contexte où les taux de rendement promis aux investisseurs sont basés sur une spécification donnée, et qu'une telle spécification est celle dirigeant les événements futurs, il reste à considérer l'impact sur le risque de cette spécification de paramètres. La corrélation a un impact direct sur le risque (VaR), tout comme la probabilité de défaut et la maturité des actifs sous-jacents. Dans le cas de ce dernier paramètre, l'échéance n'entraîne pas de changements marqués de rendements promis. Toutefois, les scénarios extrêmes pourraient être plus accentués puisque, avec moins de temps pour recevoir de l'intérêt sur les prêts restants, des scénarios à fortes pertes ne seraient jamais compensés par un rendement sur les autres prêts. Le taux de défaut affecte directement le rendement promis. Finalement, la corrélation est le paramètre affectant le plus massivement la probabilité de cas extrêmes (négatifs). En effet, des actifs corrélés peuvent générer des rendements stables lorsque la situation est favorable, mais les cas négatifs ont un effet beaucoup plus néfaste.

En somme :

1. La **maturité** n'affecte pas réellement le rendement promis, mais affecte le risque sur le rendement réalisé de manière modérée. Passer de 5 ans à 10 ans réduit la VaR d'environ un cinquième.
2. Au niveau des prêts eux-mêmes, la **probabilité de défaut** peut avoir des impacts concrets si elle est augmentée substantiellement. Dans une situation où l'on passe du 2 % de base pour doubler et atteindre 4 %, l'écart de rendement promis passe d'environ +115 pdb à +220 pdb. Dans ce même cas, la VaR passe d'environ -175 pdb à environ -230 pdb, soit plus élevé, mais de manière modérée.
3. L'autre paramètre concernant ces prêts, la **corrélation**, vient établir l'occurrence des cas extrêmes et les résultats s'avèrent d'une forte sensibilité à l'égard de ce paramètre. En effet, en augmentant le facteur de base de 0,4 à 0,75, la VaR pourrait presque doubler en passant d'environ -175 pdb à environ -310 pdb. Dans ce même contexte, le rendement promis n'est pas réellement affecté.

B.3 : Simulations pour le fonds de titres de créances (par classes de risque)

Les calculs provenant de simulations pour un produit de titres de créances par classes de risque sont très similaires à ceux effectués pour un produit sans classes de risque. Un taux risque-neutre est calculé pour chaque tranche, puis est appliqué à la simulation pour dériver une distribution de rendements dans un environnement donné.

Dans le cadre des présents calculs, il est établi que le fonds aurait trois tranches, ou classes, ou étages. La spécification de base est la même que pour le fonds sans classes de risque, sauf pour les parts respectives des tranches nouvellement introduites. Voici les paramètres supplémentaires pour le présent produit :

Paramètre	Valeur
Part de la tranche équité	20 %
Point d'attache inférieur	0 %
Point d'attache supérieur	20 %
Part de la tranche mezzanine	10 %
Point d'attache inférieur	20 %
Point d'attache supérieur	30 %
Part de la tranche sénior	70 %
Point d'attache inférieur	30 %
Point d'attache supérieur	100 %

Tableau B.3.a : Paramètres propres au fonds de créances par classes de risque

Le tableau spécifie l'ordre d'attribution des pertes réalisées par le fonds. La première tranche (équité) se voit attribuer les premiers 20 % des pertes, c'est-à-dire les premières pertes de 0 % à 20 % de la valeur du fonds. C'est ce qui est entendu par points d'attache inférieur et supérieur. Vient ensuite la tranche mezzanine qui a 10 % des pertes suivantes, c'est-à-dire de 20 % à 30 % des pertes, en ordre de réalisation. Dit d'une autre manière, il faut que le fonds ait subi des pertes représentant au moins 20 % de sa taille (celles-ci étant comptabilisées pour la tranche équité seulement) et que les pertes supplémentaires à 20 % du fonds soient comptabilisées pour la tranche mezzanine. S'il s'avérait que les pertes dépassent 30 % de la taille du fonds, les tranches équité et mezzanine auraient toutes deux perdu leurs investissements, et ce serait la tranche sénior qui commencerait à écoper. Comme ce dernier scénario est beaucoup plus rare, la tranche sénior jouit théoriquement d'une sécurité supérieure.

Cette hiérarchie des classes de risque vient conséquemment affecter le taux promis (ex ante) aux investisseurs ainsi que le risque par rapport au rendement réalisé (mesuré ici par la VaR). Une tranche plus risquée recevra un rendement supérieur.

Voici les résultats de simulation pour le cas de base :

Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb					
Tranche Équité		Tranche Mezzanine		Tranche Sénior	
Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)
655,26	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47

Tableau B.3.b : Résultats de simulation pour le cas de base

À partir de cette spécification de base, il nous est possible d'isoler les paramètres pertinents et d'illustrer l'impact qu'ont ceux-ci sur le risque de rendement du produit. Les principaux paramètres sont :

- 1) la maturité du produit;
- 2) la probabilité de défaut par année
- 3) la corrélation entre les (défauts sur) prêts

Les résultats représentent toujours le cas de base, sauf pour le paramètre explicitement modifié.

1) *Impact de la maturité*

La maturité de base est ici de 15 ans. Voici l'impact de la modification de ce paramètre sur les résultats de rendements.

Maturité	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb					
	Tranche Équité		Tranche Mezzanine		Tranche Sénior	
	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)
15	655,3	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47
10	599,3	-1 362,6	109,1	-1 126,6	7,83	-6,33
5	562,7	- 2 268,7	60,35	55,29	2,26	2,09

Tableau B.3.c : Impact de la maturité sur les rendements du fonds

La VaR nous indique que raccourcir la maturité du produit vient augmenter les cas extrêmes. En effet, les scénarios de lourdes pertes n'auront pas un horizon assez long pour compenser celles-ci avec le rendement sur les prêts restants. Les calculs de rendements promis subissent le même effet pour les tranches Mezzanine et Sénior. Toutefois, le risque est moins facilement analysable pour la tranche Mezzanine, qui est dans le milieu des deux autres. Pour la tranche Sénior, qui est plus isolée, les cas extrêmes la touchant moins, elle a un risque diminué par une maturité plus courte; il s'agit, à cet égard, de l'inverse de la tranche Équité. Les maturités au-dessus de 15 ans sont ici ignorées dû à la nature fermée de ce fonds et à l'absence de titres dépassant l'échéance de 15 ans.

2) Impact de la probabilité de défaut

Pour mesurer l'impact de la probabilité de défaut, nous prenons d'abord un cas de base à 2 % par année. Le tableau suivant montre l'impact d'une variation sur ce paramètre.

Taux de défaut	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb					
	Tranche Équité		Tranche Mezzanine		Tranche Sénior	
	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)
2 %	655,3	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47
3 %	916,9	-989,3	250,7	-876,9	28,81	-123,9
4 %	1 268,7	-911,7	387,4	-916,06	47,66	-140,5
2 %	655,3	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47
1,5 %	468,8	-951,9	87,08	-707,5	7,79	-32,54
1 %	325,7	-877,0	49,65	-569,9	3,79	2,91

Tableau B.3.d : Impact de la probabilité de défaut sur les rendements du fonds

Le paramètre de probabilité de perte annuelle sur prêts a un effet intéressant sur la tranche Équité; sa VaR se retrouve presque inchangée et donc les cas extrêmes sont généralement fixes pour elle, ayant probablement atteint un maximum de pertes possibles. De plus, pour la tranche Équité, comme pour les deux autres, une augmentation (diminution) du taux de défauts attendu vient faire augmenter (diminuer) l'écart promis ex ante. Le risque de rendement réalisé, pour les tranches Mezzanine et Sénior, suivra dans la même direction.

3) Impact de la corrélation

Finalement, à partir du cas de base d'une corrélation à 0,4, il sera possible d'évaluer l'impact des changements de celle-ci. Le tableau suivant présente les résultats reliés à la corrélation.

Corrélation	Écart de crédit (<i>spread</i>) ex ante et VaR réalisée, en pdb					
	Tranche Équité		Tranche Mezzanine		Tranche Sénior	
	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)	Ex ante	VaR (5 %)
0,4	655,3	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47
0,5	591,4	-1 081,8	163,3	-902,6	20,20	-95,50
0,75	408,1	-1 183,8	171,5	-982,0	34,46	-179,5
0,9	343,9	-1 298,1	192,9	-1 178,9	53,73	-243,1
0,4	655,3	-971,1	142,9	-786,8	12,50	-59,47
0,3	732,4	-840,4	137,9	-729,5	10,57	-50,42
0,2	727,5	-670,2	90,76	-589,6	3,35	-4,57
0,1	791,6	-534,2	62,82	-366,5	1,00	0,77

Tableau B.3.e : Impact de la corrélation sur les rendements du fonds

Étudiant maintenant l'impact du paramètre de corrélation, il est possible de constater une augmentation marquée du risque de rendement réalisé, tel que mesuré par les cas extrêmes (la VaR). Ce constat tient pour chacune des trois tranches de crédit. Là où une différence fort intéressante apparaît est au niveau du calcul d'un taux de rendement promis ex ante. En effet, la direction de la tranche Équité (selon une augmentation ou une diminution de la corrélation) est à l'inverse des tranches Mezzanine et Sénior. Par exemple, pour une corrélation anticipée plus élevée, la tranche Équité se fera promettre un rendement quelque peu plus bas alors que les deux autres recevront un taux plus élevé. Il en est ainsi car une corrélation plus élevée augmente les chances que les pertes sur prêts atteignent les tranches supérieures; si un scénario de défauts se réalise, plusieurs défauts arriveront en même temps lorsque la corrélation est élevée, et vice-versa.

Cette situation fait en sorte que la rémunération doit être répartie de façon proportionnelle au risque encouru. Dans le cas extrême d'une parfaite corrélation entre les défauts (soit 1), s'il y avait un défaut tous les titres feraient défaut par la même occasion. Sous ce scénario extrême, les tranches Équité, Mezzanine et Sénior auraient le même risque et donc devraient être rémunérées de façon égale.

Sommaire des simulations pour le Fonds de titres de créances par classes de risque

Typiquement, pour plusieurs variables clés, les résultats s'inversent entre la tranche Équité et les tranches supérieures. Dans le cas de la maturité, la réduire venait augmenter le risque de la tranche Équité et diminuer celui de la tranche Sénior. Dans le cas du taux de défaut, les tranches semblaient alors affectées plus uniformément, alors que dans le cas de la corrélation, cette inversion de résultats entre les tranches revenait. Ce dernier est très intéressant, car il indique la probabilité de « contagion » entre les pertes; si un scénario de pertes survient, dans un cas de haute corrélation, fort est à parier que les tranches supérieures seront affectées d'une manière considérable.

En somme :

1. La **maturité** affecte directement chaque tranche de crédit quant au rendement promis à chacune de manière modérée. En effet, passer de 5 ans à 10 ans augmente l'écart de rendement, par des pertes plus soutenues, de 30, 40 et 5 pdb pour les tranches Équité, Mezzanine et Sénior, respectivement. Par contre, du côté du risque, passer de 5 ans à 10 ans a un impact favorable pour la VaR de la tranche Équité. L'allongement de la maturité, via un rendement sur les prêts restants, permet d'atténuer le risque pour cette tranche. Pour la tranche Sénior, le risque augmente légèrement (une VaR passant de 2 pdb à -6 pdb) car la probabilité d'être affectée augmente avec le temps. La tranche Mezzanine, entre les deux, subit un effet plus difficile à interpréter.
2. Au niveau des prêts eux-mêmes, la **probabilité de défaut** peut avoir des impacts majeurs si elle est augmentée substantiellement. Dans une situation où l'on passe du 2 % de base pour doubler et atteindre 4 %, l'écart de rendement promis à la tranche Équité passe de +655 pdb à +1270 pdb. Pour la tranche Mezzanine, on passe d'environ +145 à +390 pdb et, pour la tranche Sénior, de +12,5 à presque +50 pdb. Dans ce même cas (celui de doubler le taux de défaut de 2 % à 4 %), la VaR n'est pas réellement affectée pour la tranche Équité, qui atteint presque un maximum de pertes au niveau de la VaR. Ce sont les VaR des tranches Mezzanine et Sénior qui seront affectées. Pour la première, on passe de -790 pdb à -916 pdb et, pour la seconde, de -60 pdb à -140 pdb.
3. L'autre paramètre concernant ces prêts, la **corrélation**, vient établir l'occurrence des cas extrêmes et les résultats s'avèrent d'une forte sensibilité à l'égard de ce paramètre, surtout dans le cas d'un produit avec tranches. En effet, en augmentant le facteur de base de 0,4 à 0,75, la VaR de la tranche Sénior pourrait tripler en passant de -60 pdb à -180 pdb. L'emphase est mise sur cette tranche, car c'est la corrélation qui influence le plus la possibilité de contagion des pertes vers les tranches supérieures. Dans ce même contexte, le rendement promis augmente, pour cette même tranche, de +12,5 pdb à 55 pdb. Pour les deux autres tranches, la VaR augmente aussi, mais de manière plus modérée. Le rendement promis à la tranche Mezzanine doit augmenter aussi quelque peu, de +143 pdb à +170 pdb, alors que pour la tranche Équité, qui profitera plus des scénarios positifs que négatifs, son rendement promis baissera de +655 pdb à + 400 pdb.

B.4 : Simulations pour le fonds de rehaussement de crédit (assurance)

Comme illustration des considérations financières à considérer pour l'élaboration d'une structure d'assurance, il est possible de simuler des événements de crédit sous la forme de défauts afin d'évaluer, en valeur actuelle, l'ampleur des pertes futures pour ensuite établir un prix pour un produit d'assurance. Les simulations présentées ici ne feront qu'actualiser des pertes futures pour donner un ordre de grandeur des variations selon les paramètres, et pourraient servir comme point de départ d'une démarche d'établissement de primes d'assurance.

Il est ici présumé que l'on assure la valeur du capital initial de chaque prêt, établi au départ à 1 \$ par prêt, pour un total de 100 prêts. En variant le nombre de prêts, la valeur par prêt deviendrait 100 \$/(nombre de prêts), pour tout ramener en pourcentage. Il est aussi présumé que la valeur par prêt (c.-à-d. 1 \$) ne change pas dans le temps. Ainsi, lors d'un défaut de paiement, si le taux de recouvrement est de 40 %, c'est une part de 60 % de cette valeur fixe qui est perdue (p. ex. 0,60 \$). Aussi, comme seulement les pertes en capital sont mesurées, aucun rendement sur ce capital n'est inclus et donc il s'agit d'une perte brute du rendement et non d'une perte nette du rendement.

Les paramètres utilisés pour ces simulations sont les mêmes qu'à la section précédente, excepté la durée initiale du fonds, qui est établie à 5 ans. En fait, même si les actifs sous-jacents peuvent avoir une échéance plus longue que les horizons établis, nous allons voir qu'il peut être très coûteux de s'assurer pour des durées au-delà d'un certain stade.

Voici donc les résultats du cas initial (voir Tableau B.1.a, avec le différent horizon de 5 ans).

Perte totale, valeur actuelle (en % du portefeuille initial)		
Moyenne	Médiane	VaR (95 %)
5,37 %	2,30 %	21,06 %

Tableau B.4.a : Résultats de simulation pour le cas de base

Les tableaux suivants présenteront l'impact sur les pertes totales de ces 3 paramètres principaux :

- 1) l'échéance de l'assurance;
- 2) la probabilité de défaut annuel; et,
- 3) la corrélation entre les (défauts sur) prêts.

Un tableau sera présenté pour chaque paramètre étudié. Tous les autres paramètres sont fixés au cas de base.

1) *Impact de l'échéance de l'assurance*

L'horizon de base est de 5 ans. Ici, le tableau présente l'impact de variations d'échéance sur les probabilités de pertes.

Échéance de l'assurance	Perte totale, valeur actuelle (en % du portefeuille initial)		
	Moyenne	Médiane	VaR (95 %)
5	5,37 %	2,30 %	21,06 %
7	7,14 %	3,82 %	25,63 %
10	9,52 %	6,06 %	30,84 %
15	12,53 %	9,23 %	35,90 %
20	14,69 %	11,81 %	38,36 %
5	5,37 %	2,30 %	21,06 %
3	3,34 %	1,16 %	14,55 %
1	1,18 %	0,00 %	5,93 %

Tableau B.4.b : Impact de l'échéance de l'assurance sur les pertes encourues

Il est clair, par ce tableau, qu'augmenter la période de couverture d'une assurance couvrant les pertes en capital d'un fonds fait augmenter directement l'occurrence des pertes. Ces pertes étant des éléments répartis dans le temps, la probabilité qu'elles se réalisent augmente lorsque la période couverte augmente. Par exemple, passer d'une période de couverture de 5 à 10 ans fait passer la perte attendue de 5,37 % à 9,52 %. Ces pourcentages pourraient représenter une prime à verser à l'assureur au temps zéro.

2) *Impact de la probabilité de défaut annuel*

À partir du cas de base ayant une probabilité annuelle de défaut à 2 %, le tableau suivant démontre l'impact d'un changement sur ce paramètre.

Taux de défaut annuel	Perte totale, valeur actuelle (en % du portefeuille initial)		
	Moyenne	Médiane	VaR (95 %)
2 %	5,37 %	2,30 %	21,06 %
3 %	7,86 %	4,48 %	27,53 %
5 %	12,46 %	8,93 %	36,88 %
10 %	22,49 %	20,67 %	49,09 %
2 %	5,37 %	2,30 %	21,06 %
1,5 %	4,13 %	1,67 %	17,34 %
1 %	2,78 %	1,06 %	12,43 %
0,5 %	1,39 %	0,00 %	6,77 %
0,25 %	0,71 %	0,00 %	3,48 %

Tableau B.4.c : Impact du taux de défaut annuel sur les pertes encourues

Il s'agit encore une fois d'un paramètre ayant un impact très visible et très clair, dans les deux directions. Augmenter la probabilité périodique (annuelle) de défaut vient augmenter les pertes totales et vice-versa. Ici encore, le montant attendu de perte pourrait représenter une mesure de prime à verser à un assureur pour se protéger contre le risque de crédit (défaut) pour les taux de défauts attendus, et ici, sur une période de 5 ans.

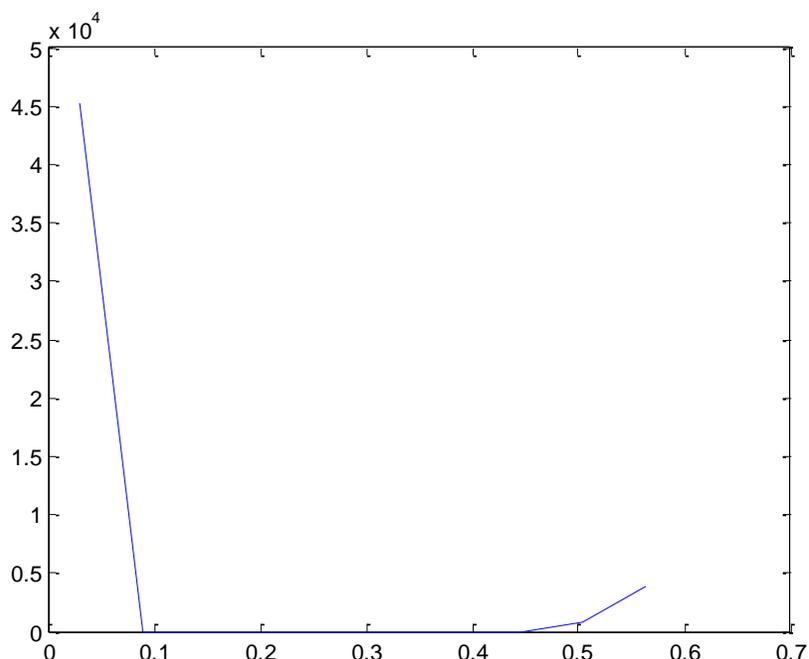
3) *Impact de la corrélation*

Le cas de base est ici une corrélation à 0,4. À partir de celui-ci, le tableau suivant illustre l'impact d'un changement de ce paramètre.

Corrélation	Perte totale, valeur actuelle (en % du portefeuille initial)		
	Moyenne	Médiane	VaR (95 %)
0,4	5,37 %	2,30 %	21,06 %
0,6	5,31 %	1,10 %	26,87 %
0,8	5,35 %	0,00 %	35,72 %
1	5,38 %	0,00 %	57,04 %
0,4	5,37 %	2,30 %	21,06 %
0,2	5,35 %	3,95 %	15,34 %
0,1	5,41 %	4,58 %	12,43 %
0	5,40 %	5,19 %	8,39 %

Tableau B.4.d : Impact de la corrélation sur les pertes encourues

L'impact de la corrélation est légèrement moins évident que celui des paramètres précédents. Ici, un constat intéressant est l'invariance de la moyenne aux différents niveaux de corrélation. En effet, il ne s'agit pas d'un facteur affectant autant la moyenne que la dispersion et surtout les extrémités de la distribution. Ainsi, augmenter la corrélation réduit la médiane, mais surtout augmente substantiellement la VaR. Le cas d'une corrélation établie à 1 est présenté dans le graphique ci-dessous. La distribution est éloquente; avec une corrélation parfaite entre les prêts, la distribution de perte est effectivement une inversion d'une distribution normale (cloche) avec aucune densité au centre et une densité plus élevée dans les extrémités. Le cas inverse d'une corrélation à 0 génèrerait une distribution normale (cloche) avec presque toute la densité au centre et très peu de densité dans les extrémités.



Distribution de pertes avec une corrélation de 1.

Sommaire du Fonds de rehaussement de crédit

Pour contracter une assurance, on peut s’imaginer que la prime nécessaire à verser à un assureur au temps $t=0$ serait une fonction directe des paramètres étudiés plus haut; l’échéance de l’assurance, la probabilité de défaut des prêts et la corrélation entre eux. Une échéance plus longue vient augmenter le coût d’une protection mais probablement d’une manière moindre qu’un taux de défaut plus élevé, qui serait encore moindre qu’une forte corrélation, lorsque l’on s’attarde au risque encouru, tel que mesuré par la VaR.

En somme :

1. L’**échéance** affecte directement les chances de réalisation des pertes dans un portefeuille donné, autant au niveau de la moyenne, la médiane, ou la VaR. Par exemple, passer de 5 ans à 10 ans vient doubler la moyenne et presque tripler la médiane, et fait passer la VaR de 20 % à 30 %.
2. Au niveau des prêts eux-mêmes, la **probabilité de défaut** peut avoir des impacts concrets si elle est augmentée substantiellement. Dans une situation où l’on passe du 2 % de base pour atteindre 5 %, la moyenne de pertes passe de 5 % du portefeuille à 12,5 %, la médiane de 2,3 % à 9 %, soit plus de trois fois augmentée, et la VaR de 21 % à 37 %, presque le double.
3. L’autre paramètre concernant ces prêts, la **corrélation**, vient établir l’occurrence des cas extrêmes et les résultats pertinents au risque s’avèrent d’une forte sensibilité à l’égard de

ce paramètre. En effet, en augmentant le facteur de base de 0,4 à 0,8, la VaR pourrait presque doubler en passant d'environ 21 % à environ 36 % pdb. Dans ce même contexte, toutefois, la moyenne reste à peu près inchangée, mais la médiane sera tirée vers le bas en passant de 2,3 % à 0 % et laissant croire que les scénarios positifs seront plus fréquents que les scénarios négatifs, qui auront plus de poids (VaR).

Sommaire des simulations

Dans un contexte de portefeuille d'actifs ou de prêts multiples, certains paramètres expliquant l'interaction entre ces actifs sont cruciaux dans l'analyse des rendements et du risque associés aux investissements. À cet égard, les deux paramètres ayant le plus d'influence sont les paramètres de taux de défaut et de corrélation entre les actifs.

Le paramètre de **corrélation** en est un d'une extrême importance dans le contexte d'un fonds de créances avec classes de risque. Il s'agit d'un paramètre central qui va influencer la probabilité que les tranches supérieures (à moins de risque) soient touchées par des pertes sur prêts. Par exemple, en cas de crise, si les actifs ne sont pas bien diversifiés, ou si la corrélation augmente à ce moment, la situation peut changer rapidement et affecter ces tranches, même si elles sont plus protégées. En général, ce paramètre est celui qui détermine l'occurrence de cas extrêmes.

Ainsi, des exemples de l'effet d'une augmentation de **corrélation**, par produit, seraient :

5. **Fonds de développement** : Augmenter le facteur de base de 0,4 seulement à 0,5, la probabilité de perte totale pourrait plus que doubler en passant de 1 % à 2,3 %. Dans ce même contexte, la mesure de risque qui est la VaR, doublera en passant d'un écart de rendement d'environ -330 pdb à -600 pdb. L'augmenter de 0,4 à 0,75 aura un effet catastrophique en faisant passer la VaR de -330 pdb à -10 400 pdb. La probabilité de perte totale passera de 1 % à 9 %. La sensibilité est donc ici très forte.
6. **Fonds de titres de créance** : Augmenter le facteur de base de 0,4 à 0,75, la VaR pourrait presque doubler en passant d'environ -175 pdb à environ -310 pdb.
7. **Fonds de titres de créance (avec classes de risque)** : Augmenter le facteur de base de 0,4 à 0,75, la VaR de la tranche **Sénior** pourrait tripler en passant de -60 pdb à -180 pdb. L'emphase est mise sur cette tranche, car c'est la corrélation qui influence le plus la possibilité de contagion des pertes vers les tranches supérieures. Dans ce même contexte, le rendement promis augmente, pour cette même tranche, de +12,5 pdb à 55 pdb. Pour les deux autres tranches, la VaR augmente aussi, mais de manière plus modérée. Le rendement promis à la tranche **Mezzanine** doit augmenter aussi quelque peu, de +143 pdb à +170 pdb, alors que pour la tranche **Équité**, qui profitera plus des scénarios positifs que négatifs, son rendement promis baissera de +655 pdb à +400 pdb.
8. **Fonds de rehaussement de crédit** : Augmenter le facteur de base de 0,4 à 0,8, la VaR pourrait presque doubler en passant d'environ 21 % à environ 36 % pdb. Dans ce même contexte, toutefois, la moyenne reste à peu près inchangée, mais la médiane sera tirée vers le bas en passant de 2,3 % à 0 % et laissant croire que les scénarios positifs seront plus fréquents que les scénarios négatifs, qui auront plus de poids (VaR).

Ensuite, la **probabilité de défauts** semble être le paramètre le plus direct et facile à analyser. Qu'il s'agisse d'un produit avec classes de risques, un fonds de développement ou une structure de rehaussement de crédit, plus ce taux est élevé, plus les pertes réalisées le seront et plus les

rendements promis devront être élevés, moins les gains d'un fonds de développement seront élevés, et plus le coût d'une assurance le sera. Voici un résumé des effets.

1. **Fonds de développement** : L'effet d'un taux de défaut augmenté diminue le rendement réalisé et augmente le risque.
2. **Fonds de titres de créance** : Un taux de défaut attendu élevé viendra augmenter le rendement promis aux investisseurs et le risque de réalisation de ce rendement.
3. **Fonds de titres de créances avec classes de risque** : Toutes les tranches auront besoin d'un rendement supérieur si le taux de défaut augmente. La VaR de la tranche Équité peut rester in affecté, car les pertes sont limitées. La VaR des tranches supérieures augmente par le risque supplémentaire d'être affecté par des pertes plus fréquentes.
4. **Fonds de rehaussement de crédit** : La probabilité de pertes fait directement augmenter les pertes attendues par le fonds, autant au niveau de la moyenne, de la médiane et de la VaR.

Enfin, nous avons aussi étudié le paramètre de **réserve** (pour le fonds de développement), qui fournissait une sécurité accrue mais pouvait faire dévier de l'objectif d'investissement, et le paramètre de **maturité**.

L'effet de ce dernier paramètre est surtout substantiel lorsque l'on tente d'évaluer un prix pour une assurance sur le crédit. Ce constat provient du fait que plus l'on se protège sur une longue période dans le temps, plus le risque de défaut sur le capital détenu peut se concrétiser, et plus il coûtera cher pour se protéger. Par exemple, doubler l'échéance de 5 à 10 ans a pour effet de doubler les pertes réalisées moyennes et médianes. La VaR aussi augmenterait, mais d'une manière plus modérée.