

## QUEL MANDAT POUR LA SOCIÉTÉ GÉNÉRALE DE FINANCEMENT FUSIONNÉE?

Le gouvernement québécois vient d'annoncer son intention de fusionner la Société générale de financement du Québec (SGF) et Investissement Québec. Toutefois, rien n'indique que leur mandat respectif sera modifié. Le débat qui s'amorce autour de cette réforme fournit une occasion idéale pour évaluer les résultats historiques de la SGF. Nous démontrerons ainsi pourquoi il importe de redéfinir le mandat de la société d'État qui résultera de la fusion. Le Québec y gagnerait si le gouvernement laisse au secteur privé les risques financiers associés au développement des entreprises tout en encadrant le développement économique grâce à un environnement réglementaire approprié.



Cette Note économique a été préparée par **Claude Garcia**, ancien président des opérations canadiennes de la Standard Life et chercheur associé à l'IEDM<sup>1</sup>.

Le gouvernement du Québec a créé la SGF en juillet 1962 afin de favoriser le développement économique de la province. Fondée au départ comme société mixte publique-privée, la SGF a commencé ses activités en lançant un appel public à l'épargne pour recueillir des investissements auprès de la population. L'émission fut un succès, l'offre de capitaux dépassant 45 millions de dollars. On a accepté des souscriptions de 16,2 millions de dollars des Caisses populaires Desjardins, d'autres institutions financières et d'un certain nombre d'investisseurs privés<sup>2</sup>.

Par contre, les résultats des premières années d'exploitation de cette société mixte ont refroidi l'enthousiasme initial puisque la SGF accusait des pertes cumulatives de 4 millions de dollars au 31 décembre 1971<sup>3</sup>. Le gouvernement a fait adopter, l'année suivante, une loi permettant l'acquisition de toutes les actions en cours de la SGF au prix d'émission.

Le mode d'intervention privilégié de la SGF consistait en une participation directe au capital et à la création d'entreprises, notamment dans le secteur industriel, en collaboration avec des partenaires<sup>4</sup>. Tout

récemment toutefois, au début de 2009, le gouvernement autorisait la SGF à consentir des prêts pour aider au financement d'entreprises pendant la crise financière; il lui a fourni 500 millions de dollars de capital additionnel à cette fin<sup>5</sup>.

Investissement Québec a, depuis longtemps, le mandat d'accorder des prêts aux entreprises. Cette situation peut avoir créé de la confusion chez les entreprises qui cherchaient du financement. De prime abord, on peut donc considérer d'un bon oeil la fusion de la SGF et d'Investissement Québec, qui a comme objectif de mettre fin à ce dédoublement et d'épargner une dizaine de millions de dollars en frais de fonctionnement.



### Un rendement médiocre

La SGF a subi des pertes une année sur trois depuis sa création. Toutefois, tant la fréquence que l'importance des pertes ont augmenté de façon substantielle au cours des dix dernières années. Elle a perdu de l'argent durant six des dix derniers exercices financiers, ce qui s'est traduit par un solde négatif de 1,07 milliard de dollars au cours de cette période.

1. L'auteur remercie Philippe Gaucher et Ariane Meunier qui l'ont assisté dans ce travail de recherche.

2. SGF, *Rapport annuel 1963*, p. 8 et 9.

3. Calculs de l'auteur à partir des rapports annuels de la SGF.

4. SGF, *Mission et orientations*, <http://www.sgfqc.com/fr/portrait-sgf/mission-objectifs.htm>.

5. SGF, *Rapport annuel 2009*, p. 16. La SGF avait déjà consenti un financement par débenture convertible en 2003. Elle détient toujours ce placement.

TABLEAU 1

Répartition des 100 plus grandes entreprises du Québec selon leur propriété

	Nombre d'entreprises	Employés	
		Nombre	Proportion
Entreprises québécoises à capital ouvert	34	224 250	38,7 %
- en Bourse après 1962	25	163 285	28,2 %
- en Bourse avant 1963	9	60 965	10,5 %
Entreprises québécoises à capital fermé	18	52 369	9,0 %
Sociétés d'État	10	70 048	12,1 %
Coopératives	5	55 902	9,7 %
Entreprises non québécoises	33	176 152	30,4 %
<b>Toutes les entreprises</b>	<b>100</b>	<b>578 721</b>	<b>100,0 %</b>

Source : <http://www.lesaffaires.com/classements/500-quebec-2010>

Note : Les données ont été ajustées pour inclure cinq entreprises présentes en 2009 et omises en 2010.

Les fonds investis par le gouvernement du Québec ont totalisé 2,6 milliards de dollars en capital depuis le début<sup>6</sup>. Cet argent a été emprunté par le gouvernement à un coût moyen de 8,8 %<sup>7</sup>. Au 31 décembre 2009, il ne reste que 1,8 milliard de dollars. La direction de la SGF a ainsi obtenu un rendement annuel négatif de -1,0 % sur le capital que lui a confié le gouvernement depuis sa création.

Investir dans la SGF entraîne bien plus de risques qu'en achetant des obligations du gouvernement du Québec. Pour compenser ce risque, un rendement acceptable devrait équivaloir, par exemple, à celui des entreprises cotées en Bourse<sup>8</sup>. La Bourse de Toronto a procuré aux actionnaires un taux de rendement annuel moyen de 9,9 % depuis 1962.

Si la direction de la SGF avait obtenu depuis 1962 un rendement égal au rendement moyen des investisseurs à la Bourse, ses avoirs se seraient élevés à 9,2 milliards de dollars au terme de 2009. La SGF a donc représenté une perte (coût d'opportunité) de 7,4 milliards de dollars pour les contribuables québécois, soit la différence entre la somme que l'on aurait obtenue en investissant à la Bourse le capital de la SGF depuis sa création et le montant restant au 31 décembre 2009.

En créant la SGF en 1962, l'Assemblée nationale du Québec s'est inspirée d'un modèle d'intervention dans l'économie qui prévalait à l'époque, mais qui est de plus en plus abandonné partout dans le monde parce qu'il n'a pas rempli ses

promesses. De façon générale, les gouvernements qui ont laissé plus de place au secteur privé ont vu leur économie se développer plus rapidement.

## Une influence négligeable dans le développement des grandes entreprises

Compte tenu des ressources dont a disposé la SGF depuis sa création, quel rôle a-t-elle joué dans le développement des grandes entreprises québécoises?

L'hebdomadaire *Les Affaires* publie annuellement un palmarès des plus grandes entreprises présentes au Québec. Le rang de chaque entreprise dans le palmarès est déterminé en fonction du nombre d'employés que chacune compte au Québec. À la fin de leur plus récent exercice financier, les 100 plus grandes entreprises comptaient 579 000 employés ou 15 % des emplois au Québec. Soixante-sept de ces entreprises ont leur siège social dans la province et elles emploient 403 000 personnes (voir Tableau 1). Si on exclut les dix sociétés d'État, les cinq coopératives et les dix-huit entreprises à capital fermé, il en reste 34 qui ont inscrit leurs actions à la Bourse de Toronto.

Ces 34 entreprises dénombrent 224 000 employés au Québec. Vingt-cinq d'entre elles ont fait appel au public pour obtenir le capital nécessaire à leur développement après la création de la SGF. La société d'État québécoise a investi dans sept de ces entreprises au cours des années : Bombardier, Cascades, Domtar, Rona, Saputo, Tembec et Transcontinental. Seule Rona a eu recours à un investissement de la SGF avant son inscription à la Bourse de Toronto et ce, dans l'année qui a précédé son premier appel public à l'épargne alors qu'elle avait déjà atteint une taille respectable. Pour les six autres, l'investissement de la SGF est intervenu plusieurs années après leur inscription en Bourse.

Tous ces fleurons de l'économie québécoise n'ont pas eu besoin de la SGF pour se développer. Lorsque la SGF est intervenue, c'était après que les entreprises eurent déjà atteint

*La SGF a obtenu un rendement annuel négatif de -1,0 % sur le capital que lui a confié le gouvernement depuis sa création.*

6. Ce montant inclut le capital transféré à la SGF à la suite de l'adoption de la *Loi sur le regroupement de certaines sociétés d'État* en 1998. Notons également que la SGF a bénéficié d'une aide gouvernementale de 81,3 millions de dollars en 1991 et de 181,5 millions de dollars en 1992, aide qui a réduit d'autant le coût de réalisation de certains contrats. Nous avons traité cette aide comme une injection de capitaux et nous avons également ajusté à la baisse les résultats de 1991 et de 1992.

7. Aux fins de ce calcul, nous avons utilisé, pour chaque année, le rendement à échéance au 30 juin des obligations à trente ans.

8. Il faudrait également ajouter une prime pour le manque de liquidité de ce type de placement.

un stade de développement avancé. Cette influence demeure négligeable même si 25 de ces 34 entreprises ont vu le jour après la création de cette société d'État.

## Une stratégie d'investissement confuse

Afin de comprendre pourquoi le rendement de la SGF a été aussi décevant, nous avons analysé sommairement son portefeuille. On y découvre un assemblage hétéroclite de placements sans fil conducteur.

### *Entreprises détenues en entier*

La SGF proclame, dans son énoncé de mission, qu'elle agit avec des partenaires. Elle détenait néanmoins, au 31 décembre 2009, tout le capital-actions de six sociétés actives dans deux secteurs économiques différents : deux entreprises de gestion forestière acquises de Smurfit et d'Abitibi-Bowater, une scierie appelée Temrex, Rexforêt, le Centre de distribution des médicaments vétérinaires (CDMV) et le Centre d'insémination porcine du Québec (CIPQ). Quelle expertise possède la SGF pour gérer elle-même des entreprises aussi disparates? Qu'est-ce qui justifie cette nationalisation camouflée de ces entreprises qui sont la propriété exclusive d'une société d'État?

La SGF est propriétaire du CDMV et du CIPQ depuis sa fusion avec Soquia en 1998. Elle n'a pas annoncé une stratégie de sortie pour ces placements puisqu'ils n'apparaissent pas sur la liste des placements disponibles à la vente au 31 décembre 2009. Doit-on interpréter le statu quo comme une subvention indirecte à l'industrie agroalimentaire du Québec?

### *Empiètement sur d'autres programmes gouvernementaux*

La SGF possède depuis 2004, par l'entremise de sa filiale Diaquem, une quote-part de 50 % dans le projet diamantifère Ungava (Foxtrot) sur la Côte-Nord. Le programme d'exploration, qui a débuté en 1996, a livré ses premières intersections de roches diamantifères en 2001. L'évaluation de ces découvertes se poursuit depuis ce temps. Pourquoi doit-on fournir du capital à une entreprise minière alors que le Québec possède déjà un programme fort généreux d'actions accréditatives pour ce type d'activités?

### *Un manque d'expertise dans des secteurs spécialisés*

En 2006 et 2007, la SGF a effectué trois investissements totalisant 258 millions de dollars dans l'industrie du cinéma. Pourtant, aucun membre de sa direction, qui compte une dizaine de vice-présidents principaux en plus du président et chef de la direction, ne semblait avoir d'expérience dans ce secteur. On ne connaît pas l'analyste de la SGF qui aurait une telle expérience puisqu'on a choisi une conseillère juridique pour présenter, dans le rapport annuel de 2006, les avantages que percevait la direction dans le partenariat intervenu avec Dark Castle<sup>10</sup>.

### *Transfert de risque à l'État*

La SGF, qui détient depuis 1989 une participation maintenant réduite à 13 % dans l'aluminerie Alouette, est responsable d'assurer à la fois son approvisionnement en alumine et la vente de sa quote-part d'aluminium sur le marché<sup>11</sup>. Pour assurer l'implantation de cette aluminerie, Québec a garanti l'approvisionnement nécessaire en électricité à un tarif préférentiel qui suit le prix du métal blanc sur le marché. Les partenaires privés de la SGF dans cette aluminerie ont réussi à transférer à la société québécoise le risque de fluctuation du prix de l'aluminium en plus de lui faire assumer sa part des risques opérationnels. Ici encore, on constate que la SGF n'a pas de stratégie de sortie. Elle n'a pas su profiter des périodes où le prix du métal blanc était élevé pour vendre sa participation.

### *Les fleurons de l'économie québécoise n'ont pas eu besoin de la SGF pour se développer.*

### *Les fonds de capital de risque*

Au 31 décembre 2009, à l'exception des produits forestiers, on retrouvait dans le portefeuille de chaque groupe d'investissement de la SGF au moins une participation dans un fonds de capital de risque. Les gestionnaires privés de ces fonds recherchent des investissements dans des entreprises innovatrices, en développement ou en émergence. Leur mandat est essentiellement le même que celui de la SGF puisque le développement économique passe nécessairement par l'innovation. Pourquoi maintenir une structure aussi coûteuse que la SGF quand des gestionnaires privés, à l'abri de toute intervention politique, peuvent faire le même travail de

9. Pour l'année d'imposition 2009, le coût net après impôts d'un investissement de 1000 \$ en actions accréditatives pouvait être aussi bas que 284 \$.

10. SGF, *Rapport annuel 2006*, p. 3.

11. SGF, *Rapport annuel 1990*, p. 9.

façon rentable? Si ces gestionnaires de fonds ne produisent pas les rendements attendus par les épargnants, ils ne pourront recueillir de nouveaux fonds à l'avenir. C'est tout le contraire pour la SGF, pour laquelle le capital versé est inversement proportionnel aux résultats.

## Les prêts aux entreprises

Comme nous l'avons vu plus haut, le gouvernement a confié, au début de 2009, un mandat additionnel à la SGF pour aider les entreprises québécoises incapables d'obtenir temporairement du crédit à la suite de la crise financière de l'automne 2008. On lui a confié ce mandat malgré le fait que l'organisation n'avait pas d'expérience dans le domaine du crédit. Elle a conclu trois prêts pour un investissement total de 175 millions de dollars au cours de l'année 2009.

Plusieurs gouvernements dans le monde ont ainsi fourni des liquidités à des entreprises afin de leur permettre de traverser la crise financière. Contrairement à ce qui s'est passé ailleurs toutefois, le financement offert par la SGF semble

avoir un caractère permanent puisqu'aucune entreprise n'a encore effectué un quelconque remboursement relatif à ces prêts. De nombreuses banques américaines aidées par leur gouvernement se sont empressées de rembourser les fonds prêtés. Même General Motors, après un séjour sous la protection des tribunaux, a déjà remboursé le prêt qu'on lui a consenti. On apprenait le 10 septembre 2010 que Renault et Peugeot ont remboursé chacune le tiers du prêt de 3 milliards d'euros obtenu en avril 2009 au motif qu'ils sont maintenant en mesure d'emprunter à meilleur compte auprès du secteur privé<sup>12</sup>.

Comme la SGF n'avait pas déployé tout le capital de 500 millions de dollars au cours de la crise financière, elle a décidé d'utiliser le reste

des fonds pour continuer à faire des prêts, cette fois, à des entreprises qui étaient en mesure de se financer auprès du secteur privé. Elle a prêté 70 millions de dollars à deux entreprises à titre de membre d'un consortium bancaire. Dans un autre dossier, elle a acheté 8 millions de dollars de débentures convertibles lors d'une émission qui avait fait l'objet d'une prise ferme de la part d'un consortium financier. Dans tous ces dossiers, la participation de la SGF n'avait rien à voir avec un manque de liquidités.

## Conclusion

La SGF obtient un rendement médiocre depuis sa création. Celui-ci s'explique par une mission floue dont on cherche la pertinence. Alors qu'elle disait privilégier les partenariats, elle détient, et ce, depuis plusieurs années, tout le capital de plusieurs entreprises qui ont des vocations fort différentes les unes des autres. Que ce soit pour le cinéma ou les prêts aux entreprises, elle a investi des sommes considérables sans posséder une expérience pertinente du secteur.

Par ailleurs, les fleurons de l'économie québécoise ont su prendre leur envol sans un coup de pouce de la SGF. Seules quelques entreprises dans lesquelles elle a investi ont réussi à faire leur entrée en Bourse. On comprend pourquoi, en prenant connaissance de l'analyse qui précède, le type d'intervention que favorise la SGF devient de plus en plus rare à l'échelle mondiale. Devant les résultats historiques peu concluants de la SGF, la conclusion qui s'impose est que le gouvernement devrait sérieusement songer à redéfinir le rôle du nouvel organisme résultant de la fusion annoncée avec Investissement Québec. Ce dernier devrait abandonner la partie de son mandat qui consiste à prendre des participations directes dans le capital d'entreprises.

*Le portefeuille de la SFG s'apparente à un assemblage hétéroclite de placements sans fil conducteur.*



Institut  
économique  
de Montréal  
*Des idées pour enrichir le Québec*  
1010, rue Sherbrooke O., bureau 930  
Montréal (Québec) H3A 2R7, Canada  
Téléphone (514) 273-0969  
Télocopieur (514) 273-2581  
Site Web www.iedm.org

L'Institut économique de Montréal (IEDM) est un organisme de recherche et d'éducation indépendant, non partisan et sans but lucratif. Par ses études et ses conférences, l'IEDM alimente les débats sur les politiques publiques au Québec et au Canada en proposant des réformes créatrices de richesse et fondées sur des mécanismes de marché.

Fruit de l'initiative commune d'entrepreneurs, d'universitaires et d'économistes, l'IEDM n'accepte aucun financement gouvernemental.

Les opinions émises dans cette publication ne représentent pas nécessairement celles de l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration.

La présente publication n'implique aucunement que l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration souhaitent l'adoption ou le rejet d'un projet de loi, quel qu'il soit.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

Institut économique de Montréal  
© 2010

Imprimé au Canada

Illustration :  
Benoit Lafond

Infographie :  
Valna inc.

12. Reuters, « Renault et Peugeot veulent rembourser l'État rapidement », *Nouvelobs.com*, 17 septembre 2010.