

**La crise du PCAA au Canada :
incidence sur la réglementation des marchés financiers**

Une étude préparée à l'intention du
Groupe d'experts indépendants sur la réglementation des valeurs mobilières

John Chant

La crise du PCAA au Canada : incidence sur la réglementation des marchés financiers

Biographie

John Chant

John Chant est professeur émérite d'économie à l'Université Simon Fraser. Il a étudié à l'Université de la Colombie-Britannique et à l'Université Duke et a enseigné à l'Université d'Édimbourg, à l'Université Duke, au Collège universitaire de Dar es Salaam, à l'Université Queen's et à l'Université Carleton. Il a publié de nombreux articles sur des sujets variés tels que la politique et la théorie monétaires, les institutions financières et leur réglementation, et certains enjeux liés à l'enseignement supérieur. Par le passé, il a occupé les postes de directeur du Groupe d'étude des marchés financiers du Conseil économique du Canada, de directeur de recherches du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers, et de conseiller spécial du gouverneur de la Banque du Canada. Il a été rédacteur des publications *Economic Inquiry* et *Analyse de politiques*, et membre du Conseil de la politique monétaire de l'Institut C.D. Howe. John Chant a aussi été récipiendaire d'un prix décerné aux meilleurs enseignants par la Western Economic Association. Il est actuellement membre du Comité consultatif de rédaction de l'Institut Fraser et l'un des administrateurs (par désignation ministérielle) de l'Association canadienne des paiements.

Table des matières

1. Résumé.....	4
2. Caractéristiques du marché du PCAA	7
a) Modèle « acquérir pour distribuer ».....	7
b) Participants.....	7
c) Actifs des conduits de PCAA	10
d) Billets des conduits de PCAA.....	11
e) Communication de l’information et transparence du marché du PCAA	12
3. Réglementation du marché du PCAA.....	14
a) Émetteurs et promoteurs	15
b) Agences de notation de crédit	16
c) Fournisseurs de liquidité	17
d) Distributeurs et vendeurs	17
e) Réglementation des investisseurs	18
f) Organismes de réglementation.....	19
4. Causes de la crise du PCAA	20
a) Principales causes : modèle d’affaires instable.....	21
b) Catalyseurs : avant la crise.....	23
c) Catalyseurs : après la crise	26
d) Déclencheurs	27
5. Questions stratégiques	29
a) Communication de l’information.....	29
b) Agences de notation	30
c) Banques	37
d) Vente et distribution.....	44
e) Communication entre les organismes de réglementation	46
6. Conclusion	48
a) Incidences sur la réglementation.....	48
b) Moment opportun pour la mise en œuvre de mesures	50
c) Équilibre de la réglementation	51

La crise du PCAA au Canada : incidence sur la réglementation des marchés financiers

1. Résumé

Les marchés financiers canadiens ont été ébranlés au milieu d'août 2007 lorsque environ 32 milliards de dollars de papier commercial adossé à des actifs (« PCAA ») non bancaires ont été gelés parce que certains conduits étaient dans l'incapacité de renouveler leurs effets arrivant à échéance. Les conduits touchés représentaient 27 % du marché du PCAA, dont la valeur se chiffre à 117 milliards de dollars. Le présent rapport traite des questions relatives à la réglementation des marchés financiers qui ont été soulevées par l'incapacité des conduits de PCAA non bancaire à renouveler leur dette.

La première section de la présente étude traite des rôles joués par les divers participants du marché du PCAA. Les conduits qui émettent le PCAA et les promoteurs de ces derniers forment le cœur de ce marché. Le PCAA est généralement assorti d'une échéance de 30, 60 ou 90 jours et est adossé à des concours de trésorerie, qui devaient permettre aux conduits d'honorer leurs obligations de remboursement dans certaines circonstances (en cas de « désorganisation générale du marché » pour ce qui est des conduits établis par des tierces parties). Les actifs détenus par ces conduits se divisaient en deux grandes catégories, soit celles des actifs traditionnels (29 %) et des actifs synthétiques ou dérivés (71 %). Parmi les actifs dérivés, on comptait des swaps prioritaires plus financés par emprunt d'une valeur de 17,4 milliards de dollars (59 % de l'ensemble des actifs) dans le cadre desquels les conduits fournissaient des garanties contre pertes sur créance.

Outre les promoteurs et leurs conduits, les agences de notation de crédit, les courtiers en valeurs et leurs représentants de vente ont joué un rôle essentiel dans le développement du marché. Les agences de notation ont accordé au PCAA une note qui dispensait les conduits de l'obligation de publier un prospectus et qui rendait ce type d'instrument admissible à bien des investisseurs. Les courtiers en placements et leurs représentants de vente ont distribué le PCAA et l'ont commercialisé auprès des institutions financières, des caisses de retraite, des gouvernements et de leurs organismes, des entreprises, des particuliers et d'autres investisseurs.

Le présent rapport donne un aperçu de la réglementation qui s'applique aux participants du marché en ce qui a trait à leurs activités liées au PCAA. Le secteur financier est l'un des plus strictement réglementés au Canada. Cependant, les participants du marché du PCAA étaient peu réglementés en ce qui a trait à leurs activités liées à ce type d'instrument. À elle seule, la désignation du PCAA comme un type de papier commercial dispensait ses émetteurs de l'obligation de publier un prospectus lorsque leur papier commercial était évalué par une agence de notation de crédit. Les banques canadiennes qui auraient voulu fournir une marge de crédit inconditionnelle à un conduit de PCAA auraient été soumises à des normes de fonds propres. Or, nombre des fournisseurs de liquidité des conduits étaient des banques extraterritoriales ou des institutions financières non bancaires, qui n'étaient pas soumises à des exigences de fonds propres relativement au crédit de soutien qu'elles fournissaient aux conduits de PCAA.

Dans cette étude, les causes de la crise du PCAA sont regroupées en différentes catégories : principales causes, catalyseurs et déclencheurs de la crise. Selon l'étude, la principale cause de la crise est l'asymétrie des échéances dans la structure des conduits de PCAA et le risque associé aux instruments dérivés. La crise a été exacerbée par le manque de transparence des conduits en ce qui concerne leurs activités et par le maintien de la cote de crédit favorable du PCAA. En fait, c'est la crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis qui a véritablement déclenché la crise du PCAA. Cependant, compte tenu de la fragilité inhérente au marché du PCAA, d'autres facteurs, par exemple une hausse des taux d'intérêt à court terme, auraient pu provoquer une crise.

Le présent rapport soulève un certain nombre de questions stratégiques découlant de la crise du PCAA. La dispense de prospectus, qui ne devait initialement s'appliquer qu'aux types les plus simples de papier commercial, était imprudente dans le cas des conduits de PCAA dont une partie importante des activités était liée à l'émission de produits de crédit dérivés. De même, il était mal avisé d'appliquer la même échelle de notation de crédit au PCAA et aux autres types de créances. La note de crédit favorable accordée au PCAA en a fait un investissement admissible à bien des investisseurs et peut avoir apaisé les craintes de bien d'autres.

Certaines banques canadiennes ont mis sur pied des conduits de PCAA sans les inscrire à leur bilan, pour ne pas avoir à satisfaire aux exigences de fonds propres de solvabilité. Lorsque la crise a éclaté, ces banques ont toutefois soutenu leurs conduits, comme s'ils avaient bien été inscrits à leur bilan. Il est possible qu'elles aient ainsi changé l'évolution de la crise du PCAA en évitant une défaillance technique du marché, ce qui a privé les conduits du soutien de leurs fournisseurs de liquidité. Elles ont ainsi peut-être transféré le fardeau des pertes des parties aux concours de trésorerie vers les détenteurs de PCAA.

La présente étude traite des conséquences de la crise du PCAA en ce qui concerne la réglementation du marché et la stratégie à privilégier. Plusieurs recommandations y sont formulées, dont :

- i) L'exigence de publication d'un prospectus devrait dépendre des activités de l'organisme émetteur.
- ii) Les agences de notation de crédit devraient être tenues de s'inscrire auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières, d'utiliser une échelle de notation distincte pour les produits complexes et de clarifier les risques qu'elles évaluent.
- iii) L'organisme de réglementation des banques devrait étudier la validité de la distinction entre les activités bancaires qui sont inscrites au bilan et celles qui ne le sont pas du point de vue de l'exigence de fonds propres de solvabilité.
- iv) Les règles relatives à la vente et à la distribution de produits complexes devraient tenir compte des caractéristiques des produits.

- v) Les communications entre les organismes de réglementation devraient être examinées dans le but de déterminer si leur amélioration pourrait permettre d'éviter l'éclatement de nouvelles crises, ou du moins en réduire la gravité.

Dans la pratique, la réglementation à laquelle est assujéti le marché établit un équilibre entre les règles et les principes. Dans le rapport, on recommande un plus grand recours à la réglementation axée sur les principes, notamment en ce qui concerne les exigences en matière de prospectus et de distribution; l'inscription ou non au bilan des activités des banques; et les règles relatives à la vente et à la distribution des instruments financiers.

La crise du PCAA était prévisible et évitable. Les conduits de PCAA sont fondamentalement fragiles, et leur vulnérabilité a été aggravée par les actifs qu'ils possédaient. Il est peu probable que le marché du PCAA connaisse une évolution comparable à nouveau. Dans le présent rapport sont formulées des recommandations qui auraient pour effet de mieux renseigner les investisseurs sur la nature du PCAA et des autres instruments de ce type. La mise en œuvre de ces recommandations engendrerait des coûts pour les participants du marché. Cependant, elle rendrait l'éclatement d'une nouvelle crise moins probable ou en atténuerait la gravité le cas échéant.

2. Caractéristiques du marché du PCAA

a) Modèle « acquérir pour distribuer »

Le marché du PCAA repose sur le modèle « acquérir pour distribuer » et marque une rupture avec les marchés traditionnels de financement, sur lesquels les banques commerciales et autres bailleurs de fonds exercent des activités suivant le modèle « produire pour conserver » en offrant des prêts hypothécaires qu'ils conservent ensuite comme investissements. De plus en plus souvent, les prêts hypothécaires et les autres types de financement sont maintenant offerts suivant un modèle « produire pour distribuer », dans le cadre duquel les bailleurs de fonds offrent des prêts hypothécaires qu'ils cèdent ensuite à des investisseurs. Le rôle de l'initiateur varie dans les deux cas : dans le premier, c'est l'initiateur qui fournit le financement et supporte le risque de crédit, alors que dans le deuxième, il transfère ces deux fonctions aux investisseurs.

Lorsque la crise a débuté, le marché canadien du PCAA ne suivait plus le modèle « production pour distribution ». Les promoteurs non bancaires (ou promoteurs tiers) ne produisaient plus eux-mêmes l'ensemble des actifs détenus par leurs conduits. Ils exerçaient plutôt leurs activités suivant un modèle dit d'acquisition pour distribution, ce qui signifie qu'ils achetaient pour leurs conduits des actifs vendus par des tiers, qui les avaient produits eux-mêmes ou achetés d'autres entités. Dans chaque cas, une distance de plus en plus grande séparait les investisseurs des initiateurs.

b) Participants

Les participants du marché du PCAA sont décrits dans le tableau 2.1. Il s'agit des entités qui mettent sur pied et qui gèrent les conduits, de celles qui vendent et distribuent les effets aux investisseurs, de celles qui octroient des liquidités de soutien, de même que des conduits qui possèdent les actifs et y adossent les effets qu'ils émettent.

Tableau 2.1 Participants du marché du PCAA	
Conduits	Les conduits sont des fiducies qui possèdent des actifs et émettent du papier commercial en l'adossant à ces actifs.
Promoteurs	Les promoteurs mettent sur pied des conduits, choisissent et gèrent les actifs que ces derniers détiennent et organisent la vente du papier commercial qu'ils émettent.
Fournisseurs d'actifs	Les fournisseurs d'actifs offrent des prêts et d'autres types de créances aux conduits.
Investisseurs	Les investisseurs achètent le papier commercial émis par les conduits.
Distributeurs	Les distributeurs vendent aux investisseurs le papier commercial émis par les conduits.
Fournisseurs de liquidité	Les fournisseurs de liquidité approvisionnent les conduits en liquidités à certaines conditions.

i) Conduits

Les conduits forment le cœur du marché du PCAA. Ils émettent des effets, ou du papier commercial, en utilisant comme garantie un portefeuille d'actifs. Les conduits sont des fiducies établies par les promoteurs, qui en gèrent les activités et se chargent d'acquérir les actifs détenus par les conduits. Les conduits visés par la restructuration dans le cadre de l'Accord de Montréal (conduits touchés) sont énumérés dans le tableau 2.2.

Tableau 2.2 Conduits de PCAA touchés
Apollo Trust; Apsley Trust; Aria Trust; Aurora Trust; Comet Trust; Encore Trust Gemini Trust; Ironstone Trust; MMAI-I Trust; Newshore Canadian Trust; Opus Trust; Planet Trust; Rocket Trust; SAT; Selkirk Funding Trust; Silverstone Trust; SIT III; Slate Trust; Symphony Trust; Whitehall Trust
<i>Remarque</i> : Les fiducies satellites associés aux fiducies touchées sont également tenues en compte. <i>Source</i> : Comité pancanadien des investisseurs, <i>Information Statement</i> , p. 156.

ii) Promoteurs

Les promoteurs mettent sur pied les conduits de PCAA et gèrent leurs activités. Ils concluent des ententes avec des fournisseurs d'actifs, établissent les modalités des programmes et représentent ces derniers pour les besoins de la titrisation. Ils touchent des revenus entre autres en s'appropriant la marge excédentaire sur les actifs acquis auprès des fournisseurs.

Parmi les promoteurs de PCAA, on compte des entreprises, qui ont recours aux conduits pour financer les créances générées par leurs activités, les banques et les « tierces parties », qui se spécialisent dans l'offre d'instruments de financement structurés à l'aide

de techniques de financement axées sur la titrisation¹. Les tierces parties ayant établi des conduits de PCAA touchés sont énumérées dans le tableau 2.3.

Tableau 2.3 Promoteurs des conduits de PCAA touchés et leurs fiduciaires
<i>Coventree Capital Inc.</i> : Apollo Trust, Aurora Trust, Comet Trust, Gemini Trust, Planet Trust, Rocket Trust, Slate Trust
<i>Quanto Financial Corporation</i> : Apsley Trust, Whitehall Trust
<i>Financière Banque Nationale</i> : Ironstone Trust, MMAI-I Trust, Silverstone Trust
<i>Nereus Financial Inc. (filiale de Coventree)</i> : SAT, SIT III
<i>Newshore Financial Services Inc.</i> : Aria Trust, Encore Trust, Newshore Canadian Trust, Opus Trust, Symphony Trust
<i>Securitus Financial Corp.</i> : Selkirk Financing Trust
<i>Source</i> : Comité pancanadien des investisseurs, <i>Information Statement</i> , p. 156.

iii) Fournisseurs de liquidité

Les fournisseurs de liquidité sont des entités qui ont conclu avec les conduits de PCAA des ententes dans lesquelles elles s'engageaient à octroyer à ces derniers des liquidités de soutien (voir tableau 2.4). Les modalités de ces concours de trésorerie différaient : certains imposaient des conditions à l'octroi de financement de soutien et d'autres non. Dans le cadre des concours conditionnels, l'octroi de liquidités n'avait lieu qu'en cas de « désorganisation générale du marché », condition dont la définition variait d'un concours à l'autre. Les conduits versent des redevances aux fournisseurs de liquidité avec lesquels ils concluent des concours de trésorerie.

Tableau 2.4 Fournisseurs de liquidité aux conduits de PCAA non bancaires
ABN AMBRO Bank N.V. (filiale canadienne); Bank of America N.A. (filiale canadienne); Banque Canadienne Impériale de Commerce; Citibanque Canada; Citibank N.A.; Dansk Bank; Deutsche Bank AG; Banque HSBC Canada; HSBC Bank USA; Merrill Lynch Capital Services Inc.; Merrill Lynch International; Banque Royale du Canada; Swiss Re Financial Products Corporation; Banque Scotia; Royal Bank of Scotland plc; Banque UBS AG.
<i>Source</i> : Comité pancanadien des investisseurs, <i>Information Statement</i> , p. 168.

¹ Profil d'entreprise, www.Coventree.ca.

iv) Distributeurs

Les courtiers en placements et les représentants de vente commercialisaient le PCAA émis par les conduits auprès des investisseurs (voir annexe A).

v) Agences de notation de crédit

Les agences de notation ont joué un rôle crucial dans l'émission de PCAA. En effet, les notes qu'elles lui ont octroyées ont rendu cet instrument de financement admissible à des investisseurs assujettis à des contraintes juridiques ou institutionnelles, et elles ont fait en sorte que les conduits de PCAA ont bénéficié d'une dispense de prospectus. Au départ, le PCAA était évalué par trois agences de notation exerçant des activités au Canada : Dominion Bond Rating Service (« DBRS »), Moody's, et Standard & Poor's. À partir de 2000, DBRS a été la seule agence à évaluer le risque posé par le PCAA émis par des tierces parties².

vi) Investisseurs

Parmi les participants du marché qui investissent dans le PCAA, on compte des particuliers, des entreprises, des institutions financières, des régimes de retraite publics et privés, des gouvernements, des organismes gouvernementaux, des universités et quelque 1 800 investisseurs individuels (voir annexe A).

c) Actifs des conduits de PCAA

i) Actifs

Le PCAA reposait sur deux types d'actifs, soit des actifs conventionnels et des actifs synthétiques (voir tableau 2.7). Les actifs conventionnels sont adossés à des titres tels que des hypothèques, des prêts à la consommation, des créances sur cartes de crédit, des baux commerciaux et d'autres types d'actifs financiers. Si on considère l'ensemble des conduits touchés, la valeur des actifs conventionnels sur lesquels ils étaient adossés se chiffrait à 8,4 milliards de dollars. Du total, 3,5 milliards de dollars étaient associés à des conduits qui possédaient exclusivement des actifs conventionnels.

Les actifs synthétiques sont des titres adossés à des produits dérivés. Environ 71 % (21 milliards de dollars) des actifs sous-jacents aux conduits de PCAA touchés étaient synthétiques. Parmi ces actifs, on comptait des groupements de swaps prioritaires plus financés par emprunt. Il s'agit d'une sorte de swap sur défaillance, dans le cadre duquel les conduits touchaient des redevances et s'engageaient en retour à verser un montant donné en cas de défaillance des actifs sous-jacents. Les changements apportés aux portefeuilles de référence des produits dérivés de crédit pouvaient enclencher des appels de marge ayant pour effet de réduire la protection offerte aux porteurs d'effets³. Les

² C'est en janvier 2007 que DBRS a cessé d'évaluer le risque posé par les nouvelles émissions de PCAA.

³ Certaines opérations de swaps prioritaires plus financés par emprunt ont été déclenchées par les pertes enregistrées par un portefeuille de référence sous-jacent, déterminées, dans certains cas, en fonction de la

swaps prioritaires plus financés par emprunt avaient recours à l'effet de levier pour accroître l'ampleur de l'engagement pris dans le cadre des contrats de swap sur défaillance de crédit. Les conduits ont ainsi pu augmenter l'ampleur de leur engagement dans les dérivés de crédit au-delà des sommes fixées dans ces contrats, ce qui a amplifié les redevances auxquelles ils avaient droit, de même que le risque auquel ils s'exposaient. Ces contrats représentaient environ 17,4 milliards de dollars sur les 21 milliards de dollars que valaient les actifs synthétiques détenus par les conduits.

Tableau 2.7			
Actifs sous-jacents aux conduits touchés			
Type d'actifs	Valeur (milliards \$)	Part des actifs	
Actifs conventionnels	8,4		28,6
Actifs synthétiques	21,0		71,4
Swaps prioritaires plus financés par emprunt	17,4	59,2	
Total – actifs	29,4		100
Remarque : La valeur de ces actifs est inférieure aux 32 milliards de dollars mentionnés dans le <i>Summary of Information</i> comme valeur du PCAA émis par des tierces parties.			
Source : Comité pancanadien des investisseurs, <i>Information Statement</i> , p. 1-2.			

ii) Rehaussement du crédit

Le rehaussement du crédit est une mesure de soutien visant à couvrir les pertes associées à des groupes d'actifs détenus par les conduits de PCAA. Les conduits ont souvent dû y avoir recours pour que leurs effets bénéficient d'une note de crédit favorable. Le rehaussement du crédit peut se faire par la voie de garanties excédentaires (conduits se dotant d'actifs dont la valeur était supérieure à l'encours des effets) ou de recours du vendeur, ou par l'intermédiaire de garanties, de cautionnements, de lettres de crédit ou de billets de rang inférieur.

d) Billets des conduits de PCAA

Les caractéristiques des billets émis par les fiducies diffèrent. Les billets Série A sont assortis d'une courte échéance (30, 60 ou 90 jours); leur rachat à l'échéance est garanti par des concours de trésorerie et le risque qu'ils posent est évalué par des agences de notation. Les billets Série E sont généralement assortis d'échéances plus longues (jusqu'à 270 jours) et peuvent être reconduits à l'échéance si leur émetteur est incapable de les rembourser. Ils ne sont pas soutenus par des concours de trésorerie, et le risque qu'ils posent n'est pas évalué par des agences de notation. Les billets Série A et E ne sont pas adossés aux mêmes groupes d'actifs⁴. Certains conduits ont émis des billets (autres que de

valeur de marché des contrats de swap et, dans d'autres cas, en fonction d'un indice de différentiel de taux. Pour plus de renseignements, consulter le bulletin d'information du Comité pancanadien des investisseurs, p. 17-18.

⁴ L'adossé des billets de séries différentes à des groupes d'actifs distincts semble être une caractéristique générale des conduits de PCAA au Canada. Ailleurs, les billets de séries différentes sont souvent assortis d'une priorité de remboursement différente sur un même groupe d'actifs.

Série A ou E) de tranche subordonnée servant habituellement à protéger les porteurs de billets de rang supérieur contre les pertes. Les investissements réalisés par les porteurs d'actions peuvent également offrir des garanties excédentaires aux porteurs d'effets en créant un écart entre la valeur des actifs d'un conduit et l'encours de ses effets.

e) Communication de l'information et transparence du marché du PCAA

Les renseignements fournis aux investisseurs concernant le PCAA provenaient d'une circulaire d'information, d'un avis juridique et d'un rapport préparé par une agence de notation de crédit. Dans la présente section seront décrits les renseignements fournis par chacune de ces sources d'information, de même que leur utilité quant à la communication aux investisseurs des risques associés au papier commercial.

i) Circulaire d'information

La circulaire d'information d'un conduit type comptait six pages et traitait de sujets divers revêtant un intérêt particulier pour les investisseurs. Elle renseignait les investisseurs faisant l'acquisition de billets Série A sur les caractéristiques de la fiducie.

- Les actifs titrisés acquis par la fiducie ne pouvaient provenir que de sources approuvées par le promoteur et l'agence de notation de crédit.
- Le promoteur devait faire preuve de la même diligence que s'il avait agi pour son propre compte.
- Le promoteur était chargé de suivre l'évolution du rendement des portefeuilles d'actifs titrisés.
- Les actifs titrisés acquis par la fiducie devaient être assortis d'une note R1 (élevée) attribuée par l'agence de notation de crédit.
- Il était interdit de faire l'acquisition d'actifs qui donnerait lieu à la réduction ou au retrait de la note accordée aux effets déjà émis.
- Les billets de série différentes devaient être adossés à des groupes d'actifs distincts.
- Les actifs donnés en garantie au moment de l'émission de billets ne devaient pas avoir une valeur négative nette (telle que définie dans l'acte de fiducie).
- Les billets émis par la fiducie pouvaient faire l'objet d'un rehaussement de crédit.
- Avant l'émission de billets Série A, des concours de trésorerie devaient être conclus pour en garantir le remboursement en cas de désorganisation générale du marché.
- Les billets étaient considérés comme des investissements au sens donné à ce terme dans les statuts des banques, des associations coopératives de crédit, des compagnies d'assurance, des régimes de retraite, des sociétés de fiducie et de prêt et des fonds commun de placement en instruments du marché monétaire.

La circulaire d'information mettait en outre les investisseurs en garde contre d'autres caractéristiques de la fiducie.

- Les actifs de la fiducie pouvaient changer au fil du temps.
- La fiducie pouvait émettre un nombre de billets n'étant limité que par les contraintes et conditions établies dans l'acte de fiducie et dans les documents complémentaires.
- Le fiduciaire détenait une sûreté pour le compte des créanciers, y compris ceux ayant procédé à un rehaussement du crédit.
- Aucune des parties liées à la fiducie ne garantissait le remboursement des billets ou n'était soumise à l'obligation d'indemniser les porteurs d'effets pour les pertes enregistrées (mise en garde inscrite en gros caractères).
- Les fournisseurs de liquidité n'étaient pas tenus de fournir des liquidités lorsque l'incapacité de la fiducie à rembourser ses billets arrivant à maturité était attribuable à son manque de solvabilité ou à la détérioration du rendement de ses actifs.

Malgré tout, la circulaire d'information ne décrivait pas nombre de caractéristiques qui ont finalement joué un rôle critique dans la crise du PCAA.

Comme cela a été mentionné précédemment, il était clairement expliqué dans la circulaire que lorsqu'une fiducie émettait des billets Série A, elle pouvait conclure avec des fournisseurs de liquidité approuvés par l'agence de notation de crédit une entente dans le cadre de laquelle ces derniers s'engageaient à fournir des liquidités en cas de désorganisation du marché qui empêcherait la fiducie d'émettre des billets Série A sur le marché canadien des capitaux. Il était également expliqué dans la circulaire que ces fournisseurs n'étaient pas tenus d'octroyer des liquidités à la fiducie lorsque celle-ci était dans l'incapacité d'émettre des billets Série A pour une raison autre qu'une désorganisation du marché. La circulaire ne contenait cependant pas une description détaillée des concours de trésorerie, notamment la définition d'une « désorganisation du marché ». Il y était simplement mentionné que les obligations des fournisseurs de liquidité étaient décrites dans les concours de trésorerie et dans l'acte de fiducie pour ce qui a trait à l'émission des billets, documents auxquels n'ont généralement pas accès les investisseurs.

De même, la circulaire ne faisait que vaguement allusion à la possibilité que la fiducie investisse dans des produits dérivés de crédit et ne mentionnait aucunement l'exposition à l'effet de levier associée à ce type d'instruments. La circulaire ne faisait par ailleurs pas mention de l'investissement des conduits dans des swaps prioritaires plus financés par emprunt, et n'expliquait pas que ce type d'opérations était assorti de dispositions permettant aux fournisseurs d'actifs d'exiger l'affectation en garantie de nouveaux actifs lorsque la valeur marchande de ces opérations descendait sous un seuil donné. Le seul indice de l'investissement possible de la fiducie dans des produits dérivés de crédit était l'inclusion du terme « instruments de crédit » dans la liste des actifs dans lesquels la fiducie pouvait acquérir une participation.

ii) Avis juridique

L'avis juridique établissait que les billets Série A étaient des investissements admissibles en vertu des lois fédérales et provinciales régissant diverses catégories d'investisseurs, y compris les banques, les associations coopératives de crédit, les compagnies d'assurance, les régimes de retraite, les gouvernements et les fonds du marché monétaire. Il traitait également de l'admissibilité des billets reconduits (généralement de Série E) du point de vue des fonds communs de placement en instruments du marché monétaire.

iii) Agences de notation de crédit

Le rapport de l'agence de notation de crédit, autre source d'information pour les investisseurs potentiels, donnait en général une description plus détaillée de la fiducie que la circulaire d'information. Il indiquait la taille actuelle du programme et la répartition de ses actifs en grandes catégories (p. ex. actifs financiers structurés, prêts hypothécaires résidentiels non assurés et prêts hypothécaires commerciaux). Il y était précisé que l'agence de notation de crédit devait donner son aval à toutes les opérations de la fiducie. Les ententes de rehaussement de crédit y étaient décrites en termes généraux; on y nommait le fournisseur et l'entité procédant au rehaussement et on y reprenait les dispositions des ententes relatives aux liquidités. Le rapport comprenait également une description des actifs que la fiducie pouvait détenir, comme les titres garantis par des créances.

Malgré les renseignements additionnels qu'il contenait, le rapport de l'agence de notation de crédit ne comblait pas les lacunes cruciales de la circulaire d'information. En effet, il ne fournissait pas certains détails importants quant aux dispositions relatives aux liquidités; au rehaussement du crédit; et aux conséquences des opérations de swaps prioritaires plus financés par emprunt de la fiducie.

3. Réglementation du marché du PCAA

Le secteur financier est l'un des plus strictement réglementés dans les économies des pays industrialisés. À l'inverse des autres marchés financiers, le marché du PCAA et les participants qui y exercent des activités sont faiblement réglementés (voir tableau 3.1).

Fonction	Entité accomplissant la fonction	Réglementation
Émetteur	Conduit	Réglementation sur les valeurs mobilières (organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières)

Promoteur	Banques à charte et sociétés financières	Aucune pour les activités liées à la promotion du PCAA
Évaluateur du crédit	Agences de notation de crédit	Aucune
Fournisseur de liquidité	Banques à charte	
	Banques étrangères et autres institutions	Aucune
Vendeur et distributeur	Courtiers en placements et leurs représentants de vente	Réglementation de la conduite des affaires (OCRCVM); règles « On doit connaître son client »
Investisseur	Institutions financières, gouvernements, organismes gouvernementaux, fonds communs de placement, régimes de retraite publics et privés	Investissements admissibles

a) Émetteurs et promoteurs

i) Émetteurs

Les émetteurs de valeurs mobilières, dont les conduits de PCAA, sont assujettis aux lois provinciales régissant les valeurs mobilières sous l'autorité des commissions de valeurs des provinces. Ces lois prévoient des obligations d'information en vertu desquelles la majorité des émetteurs sont tenus de produire un prospectus, qui doit être approuvé par la commission de valeurs concernée puis mis à la disposition des investisseurs potentiels. Ces prospectus contiennent des renseignements détaillés sur l'émetteur, ses antécédents, son entreprise et la santé financière de cette dernière. Ils décrivent également en profondeur les caractéristiques des valeurs mobilières émises.

Les exigences en matière de prospectus peuvent être levées à certaines conditions, en règle générale lorsqu'on peut supposer que l'investisseur est averti. Par exemple, il y a dispense de prospectus dans le cas des émissions privées visant un petit nombre d'investisseurs avertis, souvent lorsque sont spécifiés des montants minimums d'achat et de richesse.

Les émetteurs de papier commercial sont dispensés de l'obligation de produire un prospectus en vertu de l'article 2.35 de la norme canadienne 45-106 (Dispense de prospectus et d'inscription) si une agence de notation de crédit agréée a conféré à leurs billets une note admissible. En vertu de cette disposition, c'est donc les agences de notation de crédit qui sont chargées dans la pratique de l'agrément de l'ensemble des

émissions de papier commercial, y compris du PCAA. Les agences de notation de crédit sont ainsi les seuls certificateurs de l'admissibilité du PCAA émis sur le marché sans prospectus.

ii) Promoteurs

Promoteurs bancaires

Les banques qui font la promotion de conduits de PCAA sont assujetties non seulement aux lois régissant les conduits dans leur rôle d'émetteurs, mais également à nombre de règlements et d'exigences de supervision d'une vaste portée s'appliquant à une grande partie de leurs activités. Dans la pratique, les activités que les banques inscrivent directement à leur bilan sont soumises à des lois et règlements étendus qui visent à garantir leur sécurité et leur solidité financières. Fait important, ces règles renferment des dispositions relatives aux fonds propres de solvabilité que les banques doivent conserver pour couvrir des actifs donnés.

Nombre d'activités qu'entreprennent les banques sans les inscrire à leur bilan sont soumises à un traitement différent de celui des activités inscrites au bilan, car on considère qu'elles sont suffisamment isolées des banques pour ne pas menacer leur santé financière. Ces activités peuvent donc ne pas être assujetties aux exigences de fonds propres de solvabilité. Les conduits de PCAA étaient considérés comme des activités hors bilan des promoteurs bancaires et n'étaient pas soumis à des exigences de fonds propres de solvabilité.

Promoteurs non bancaires

Contrairement aux banques, les promoteurs non bancaires ne se livrent généralement pas à des activités financières réglementées. Pour isoler les activités des conduits de celles de leurs promoteurs, les conduits sont établis, du point de vue juridique, de façon à ce que leur faillite n'entraîne pas celle de leurs promoteurs.

b) Agences de notation de crédit

Les agences de notation de crédit exercent des fonctions nombreuses et variées sur les marchés financiers. Elles renseignent les investisseurs en publiant des rapports et des notes. Les lois, règlements et directives institutionnelles qui régissent l'admissibilité de divers types de valeurs mobilières en tant qu'investissements reposent sur les notes qu'accordent ces agences, et elles offrent des services de consultation aux émetteurs. Malgré les fonctions essentielles qu'elles remplissent, les agences de notation de crédit ne sont généralement pas réglementées ou supervisées. Actuellement, les autorités canadiennes et celles d'autres pays s'emploient à soumettre les agences de notation de crédit à un code de conduite sectoriel.

c) Fournisseurs de liquidité

Jusqu'en 2004, les concours de trésorerie liant les banques et les conduits de PCAA étaient considérés, par le Bureau du surintendant des institutions financières (« BSIF ») et les organismes étrangers de réglementation des banques, comme des activités hors bilan qui n'étaient pas soumises à des exigences de fonds propres de solvabilité. Cette année-là, le BSIF a annoncé qu'en raison d'une modification de la réglementation, les banques devraient dorénavant conserver des fonds propres de solvabilité pour couvrir l'octroi inconditionnel de liquidités aux conduits de PCAA. Elles ne seraient pas soumises à des exigences de fonds propres de solvabilité relativement à leurs concours de trésorerie purs apportés uniquement en cas de perturbation générale du marché. Les concours de trésorerie liant les conduits à des banques étrangères demeuraient non assujettis à des exigences de fonds propres de solvabilité, étant donné que la plupart des organismes étrangers de réglementation des banques n'ont pas emboîté le pas au BSIF⁵.

d) Distributeurs et vendeurs

La distribution et la vente de valeurs mobilières sont assujetties aux règles de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») relatives aux courtiers et aux membres. L'OCRCVM est un organisme national d'autoréglementation de l'industrie des valeurs mobilières; il supervise les activités de l'ensemble des courtiers en placements et de leurs employés inscrits.

Sur le marché du PCAA, la majorité des opérations entre les courtiers en placements et leurs représentants, d'une part, et les clients, d'autre part, sont couvertes par les règles « On doit connaître son client ». Parmi ces règles, celle qui revêt la plus grande importance sur le marché du PCAA est la suivante :

Un courtier membre doit faire preuve de la diligence voulue pour veiller à ce que l'acceptation d'un ordre d'un client convienne à ce client compte tenu de facteurs tels que la situation financière du client, ses connaissances en matière de placement, ses objectifs de placement de même que sa tolérance à l'égard du risque⁶.

Les courtiers en placements et leurs représentants de vente ont donc l'obligation de s'assurer que les investissements de leurs clients satisfont aux besoins de ces derniers⁷.

Outre la règle 1300, la règle 1800 de l'OCRCVM (Contrats à terme et options) précise le traitement à réserver aux transactions sur le marché à terme et le marché des options. En

⁵ Cette situation a depuis changé : les organismes de réglementation des banques de nombreux pays ont graduellement adopté les normes relatives aux fonds propres de l'accord de Bâle II à partir de 2007.

⁶ Règle 1300 (p).

⁷ À l'inverse de la règle 1300 (p), la règle 1300 (t) permet aux courtiers membres de ne pas se conformer aux exigences d'évaluation de la convenance lorsqu'ils acceptent un ordre sans qu'une recommandation n'ait été formulée. Pour bénéficier de cette dispense, les courtiers membres doivent obtenir l'autorisation de l'OCRCVM. Les critères utilisés pour déterminer si les courtiers ont droit à cette dispense ne sont pas précisés dans les règles.

vertu de la règle 1800 (2), les courtiers en placements doivent, dans le cadre de leurs contrats à terme et de leurs contrats à options, désigner un mandant chargé de vérifier que le traitement des transactions effectuées en vertu de ces contrats est conforme aux règles et directives de l'OCRCVM. Les mandants doivent entre autres faire preuve de la diligence voulue « pour veiller à ce que l'acceptation d'un ordre d'un client convienne à ce client compte tenu de facteurs tels que la situation financière du client, ses connaissances en matière de placement, ses objectifs de placement de même que sa tolérance à l'égard du risque. » (règle 1300). Contrairement à ce que prévoit la règle 1300, on ne peut pas être dispensé des règles « On doit connaître son client » dans le cas des contrats à terme et options.

e) Réglementation des investisseurs

Les activités d'investissement de certains investisseurs, entre autres les particuliers et les entreprises, ne sont pas du tout réglementées. L'admissibilité des investissements du point de vue des autres types d'investisseurs dépend des lois qui régissent les activités de ces derniers (voir tableau 3.2).

Tableau 3.2 Lois régissant l'admissibilité du PCAA en tant qu'investissement
Loi sur les banques (Canada) Loi sur les associations coopératives de crédit, Canada Lois sur les sociétés d'assurances, Canada Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension, Canada Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt, Canada Financial Institutions Act (loi sur les institutions financières), Colombie-Britannique Pension Benefits Standards Act (loi sur les normes de prestation de pension), Colombie-Britannique Alberta Heritage Savings Trust Fund Act (loi sur le Fonds du patrimoine de l'Alberta), Alberta Loan and Trust Corporations Act (loi sur les sociétés de prêt et de fiducie), Alberta Insurance Act (loi sur les assurances), Alberta Financial Administration Act (loi sur la gestion des finances publiques), Alberta Employment Pension Plans Act (loi sur les régimes de retraite d'employeur), Alberta The Pension Benefits Act, 1992 (loi de 1992 sur les prestations de pension), Saskatchewan Loi sur les assurances, Manitoba Loi sur les prestations de pension, Manitoba Loi sur les fiduciaires, Manitoba (sous réserve des dispositions expresses de la loi, du testament ou du document établissant la fiducie ou en définissant les obligations et les pouvoirs) Loi sur les sociétés de prêt et de fiducie, Ontario Loi sur les régimes de retraite, Ontario Loi sur les assurances, Ontario Loi sur les assurances, Québec (s'applique aux assureurs, tels qu'ils sont définis dans cette loi, qui ont été constitués en vertu des lois de la province de Québec, à l'exception des fonds de garantie) Loi sur les sociétés de fiducie et les sociétés d'épargne, Québec (s'applique aux sociétés de fiducie, telles qu'elles sont définies dans cette loi, qui investissent leurs fonds propres de solvabilité et les dépôts qu'elles reçoivent, de même qu'aux sociétés d'épargne, telles qu'elles sont définies dans cette loi, qui investissent leurs fonds propres) Loi sur les régimes complémentaires de retraite, Québec (s'applique aux régimes visés par cette loi) Loi sur les fiduciaires, Nouveau-Brunswick Pension Benefits Act (loi sur les régimes de retraite), Nouvelle-Écosse Insurance Companies Act (loi sur les sociétés d'assurances), Terre-Neuve-et-Labrador Pension Benefits Act, 1997 (loi de 1997 sur les régimes de retraite), Terre-Neuve-et-Labrador National Instrument 81-102 (norme canadienne 81-102)

f) Organismes de réglementation

Les activités des participants du marché du PCAA sont régies par divers organismes de réglementation (voir tableau 3.3). Parmi les organismes qui régissent le marché du PCAA ou certains segments de celui-ci, mentionnons le BSIF (activités des banques en tant que promoteurs, des fournisseurs de liquidité, des investisseurs, des sociétés d'assurances en tant qu'investisseurs, et des régimes de retraite fédéraux en tant qu'investisseurs), les commissions provinciales de valeurs (activités des conduits en tant qu'émetteurs), l'OCRCVM (activités des courtiers en placements et de leurs représentants en tant que distributeurs et vendeurs) et les organismes de réglementation financière (activités des institutions financières et des régimes de retraite provinciaux en tant qu'investisseurs).

À l'occasion des réunions trimestrielles des responsables des agences de réglementation, le gouverneur de la Banque du Canada, le surintendant du BSIF, des représentants du ministère des Finances du Canada et les dirigeants des organismes de réglementation des valeurs mobilières de la Colombie Britannique, de l'Alberta, de l'Ontario et du Québec discutent de façon informelle de questions d'intérêt commun. Bien que ces réunions soient une occasion pour les participants de mettre en commun l'information dont ils disposent, on ignore la mesure dans laquelle ils y ont discuté de leurs préoccupations au sujet du marché du PCAA.

La réglementation des marchés financiers au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis diffère grandement (voir tableau 3.3). Dans l'ensemble, le pouvoir de réglementation repose entre les mains d'un nombre beaucoup plus petit d'organismes au Royaume-Uni qu'au Canada. Si l'on fait abstraction de la Banque d'Angleterre, à qui incombe la responsabilité d'assurer la stabilité financière du Royaume-Uni, un seul organisme, soit la Financial Services Authority (Autorité des services financiers du Royaume-Uni – « FSA »), est chargé de l'établissement des règles de prudence et de surveillance des pratiques des institutions financières et des participants du marché des valeurs mobilières. Aux États-Unis, le pouvoir de réglementation est à la fois concentré et divisé. La réglementation des activités des intermédiaires financiers tels que les banques et les institutions d'épargne relève de la Réserve fédérale américaine, de la Federal Deposit Insurance Corporation (Compagnie fédérale d'assurance de dépôts bancaires – « FDIC »), du Office of the Comptroller of the Currency (Bureau du contrôleur de la monnaie – « OCC ») du Trésor américain, du Office of Thrift Supervision (Bureau de surveillance des institutions d'épargne) et des organismes de réglementation des États. À l'inverse, les activités réalisées sur le marché des valeurs mobilières, y compris celles des agences de notation de crédit, sont régies entièrement par la Securities and Exchange Commission (Commission des valeurs mobilières des États-Unis – « SEC »).

Au Canada, c'est la banque centrale qui est chargée d'assurer la stabilité financière du pays, comme c'est le cas au Royaume-Uni et aux États-Unis. Alors qu'aux États-Unis, c'est la banque centrale qui régit les activités des banques, au Canada et au Royaume-Uni, c'est un organisme distinct qui est chargé de le faire. Au Canada, cet organisme est le Bureau du surintendant des institutions financières. Enfin, contrairement à ce que l'on

observe dans les deux autres pays, ce sont des organismes distincts qui sont chargés d'établir les règles de prudence et de surveillance des pratiques des participants du marché des valeurs mobilières au Canada. Ces organismes partagent la première responsabilité avec les gouvernements des provinces.

Récemment, les États-Unis et le Royaume-Uni se sont préoccupés de la façon de répartir les pouvoirs de réglementation entre leurs divers organismes réglementaires. En 2000, le gouvernement britannique a regroupé les pouvoirs de réglementation en la matière entre les mains de la FSA, notamment en lui donnant compétence dans le domaine de la réglementation des banques, qui relevait auparavant de la Banque d'Angleterre. Aux États-Unis, le Trésor a récemment recommandé une modification en profondeur de la structure de réglementation. Au Canada, cette question a été soumise à l'examen du Groupe d'experts indépendants.

						<u>Types d'activités</u>	
	Agences de notation de crédit	Marchés des valeurs mobilières		Banques	Stabilité financière		
		Distribution et vente	Émission				
Canada	Aucun	OCRCVM	Autorités provinciales en valeurs mobilières	BSIF	Banque du Canada		
Royaume-Uni	Aucun	FSA			Banque d'Angleterre		
États-Unis	SEC			Réserve fédérale			
				FDIC OCC OTS Organismes des États			

4. Causes de la crise du PCAA

La crise du PCAA qui a éclaté au Canada et dans d'autres pays a été mise sur le compte de nombreux facteurs (voir tableau 4.1). Certains sont considérés comme des causes fondamentales de l'instabilité du marché du PCAA, alors que d'autres ont exacerbé l'instabilité inhérente à ce marché. D'autres encore ont déclenché la crise. Certains catalyseurs ont agi avant le déclenchement de la crise (incidence antérieure) en accélérant la croissance de ce marché essentiellement imparfait, alors que d'autres ont aggravé la crise une fois celle-ci déclenchée (incidence postérieure). La présente section traite des principales causes de la crise, de ses catalyseurs et de ses déclencheurs.

Tableau 4.1	
Facteurs ayant eu une incidence sur la crise du PCAA au Canada	
1. Causes fondamentales	
	Structure fragile
	Investissements inappropriés (dérivés de crédit à effet de levier)
2. Catalyseurs	
a) Incidence antérieure	
	Modèle « produire pour distribuer »
	Évaluation favorable du risque de crédit
	Dispense de l'exigence de prospectus
	Investisseurs désireux d'obtenir un fort rendement
	Sous-évaluation du risque ⁸
	Connaissance insuffisante du PCAA de la part des représentants de vente
	Non-respect, par les représentants de vente, des règles « On doit connaître son client »
	Déficiences des modèles d'évaluation du risque utilisés par les agences de notation de crédit et les investisseurs institutionnels ⁹
b) Incidence postérieure	
	Manque de transparence des conduits
	Modèle « produire pour distribuer »
	Concours de trésorerie conditionnels
	Évaluation au prix du marché
4. Déclencheurs	
	Conjoncture sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque

a) Principales causes : modèle d'affaires instable

i) Structure

La fragilité du modèle de fonctionnement des conduits émetteurs de PCAA est l'une des principales causes de la crise du PCAA au Canada. Les conduits levaient des capitaux en émettant des billets à court terme à valeur fixe qu'ils adossaient à des actifs à plus long terme, ce qui donnait lieu à une asymétrie des échéances entre leur actif et leur passif. Leur ratio de levier était en outre très élevé, et les capitaux propres dont ils disposaient pour offrir des garanties aux porteurs d'effets étaient limités. Ces deux caractéristiques ont rendu les conduits très vulnérables à une « ruée », situation où les investisseurs choisissent de ne pas acquérir de nouveaux effets pour remplacer ceux arrivant à échéance, en raison de doutes quant à la capacité des conduits de satisfaire à leurs

⁸ Voir Milne pour plus de détails.

⁹ Voir Milne pour plus de détails.

obligations futures. Ce type de prédiction est parfois autoréalisateur : si les investisseurs choisissent de ne pas acquérir les nouveaux billets émis, les conduits se verront en fin de compte dans l'incapacité de rembourser les billets arrivant à maturité, et ce, que les craintes des investisseurs aient été justifiées ou non.

Le modèle de fonctionnement du PCAA a souvent donné naissance à des crises sur les marchés financiers. À l'époque où les services bancaires ont été inventés, bien des banques ont dû mettre fin à leurs activités parce qu'elles avaient été victimes de ruées de déposants qui souhaitaient retirer leurs capitaux. En outre, lorsque les déposants commençaient à entretenir des doutes quant à la santé d'une banque, leurs craintes pouvaient se propager à d'autres et créer ainsi une réaction en chaîne menaçant la stabilité de l'ensemble du système bancaire. Des mesures telles que la création de l'assurance-dépôts, les facilités offertes par la banque centrale à titre de prêteur de dernier ressort et la réglementation et la supervision des banques ont réduit la probabilité d'une telle panique bancaire.

Les ruées ne se produisent pas seulement dans l'industrie bancaire. Toute société financière qui réalise des emprunts à court terme pour financer des actifs à long terme y est vulnérable. La situation des fonds communs de placement immobilier au Canada au cours des années 1990 en est un parfait exemple. Plusieurs d'entre eux étaient des fonds communs de placement ouvert, ce qui signifie que les détenteurs d'unités avaient l'option de retirer leurs capitaux à certains moments préétablis, à un prix fixé en fonction de l'évaluation la plus récente de la valeur des propriétés détenues par le fonds. Le calendrier d'évaluation était étalé sur deux années, et la valeur d'expertise pouvait différer en tout temps de la valeur réelle du portefeuille de propriétés du fonds. Lorsque le marché immobilier connaissait un ralentissement qui créait un écart entre la valeur marchande et la valeur d'expertise des propriétés, de nombreux investisseurs tentaient de réaliser leur investissement au prix plus élevé reposant sur la valeur d'expertise évaluée avant le ralentissement¹⁰. Les sorties devenaient tellement importantes que les fonds se voyaient obligés d'interdire les rachats¹¹.

Les autres types de papier commercial ne semblent pas caractérisés par l'instabilité inhérente au PCAA. Si les investisseurs ont parfois entretenu des doutes quant à la solvabilité de certains émetteurs, le papier commercial émis par les entreprises n'a jamais donné lieu à une longue période de désorganisation générale sur le marché. De même, on n'a jamais observé la même instabilité sur le marché des véhicules d'investissement hypothécaire simples dont l'actif et le passif ont des échéances symétriques (type de véhicule qui a vu le jour au Canada dans les années 1960).

Le mode de fonctionnement des conduits de PCAA a rendu ces derniers très vulnérables aux ruées d'investisseurs. Si les billets émis par les conduits avaient été assortis d'échéances plus longues, la crise aurait pu être évitée. La symétrie des échéances n'aurait

¹⁰ Si ces investisseurs ne s'étaient pas retirés du fonds à ce moment, leur prix de rachat aurait été établi en fonction de la valeur réduite calculée au moment d'une évaluation ultérieure.

¹¹ Ces fonds ont par la suite été transformés en fonds communs de placement fermé, ce qui signifie que les investisseurs qui cédaient leurs unités le faisaient au prix courant du marché.

toutefois pas protégé les investisseurs contre les pertes. La valeur marchande des créances des conduits aurait plutôt chuté, malgré le maintien de leur financement. Les investisseurs auraient tout de même enregistré des pertes, mais la symétrie des échéances aurait éliminé l'empressement des investisseurs à se retirer du marché, empressement qui a précipité la chute du marché et a donné lieu au blocage des capitaux des investisseurs dans du PCAA.

ii) Actifs

Les investissements réalisés par les conduits de PCAA comptent eux aussi parmi les principales causes de la crise. Ces conduits détenaient des actifs conventionnels, mais les produits dérivés de crédit formaient une part considérable de l'ensemble de leurs actifs. En élaborant des produits dérivés de crédit, les conduits percevaient des redevances, en contrepartie desquelles ils s'engageaient à indemniser les investisseurs qui enregistraient des pertes en raison de leur exposition à un risque donné. Les conduits avaient également recours aux produits dérivés de crédit pour assumer les risques associés aux titres sous-jacents, risques correspondant à un multiple de leur investissement. Tout véhicule d'investissement qui, comme les conduits de PCAA, disposerait d'un portefeuille composé à 60 % de dérivés de crédit à effet de levier serait extrêmement vulnérable à tout ralentissement du marché du crédit. Les actifs détenus par les conduits de PCAA exacerbaient la vulnérabilité de la structure financière du marché, déjà fragile¹².

b) Catalyseurs : avant la crise

i) Modèle « acquérir pour distribuer »

Nombreux sont ceux qui considèrent que le modèle dit « acquérir pour distribuer » est un facteur qui a aggravé la crise du PCAA. Dans le cadre de cette approche, les promoteurs de PCAA n'avaient plus à produire leur propre papier commercial; ils pouvaient acquérir des actifs auprès de prêteurs exerçant leurs activités sur de nombreux marchés, par exemple le marché américain des prêts hypothécaires à risque. Ainsi, la part du PCAA non bancaire dans le marché du PCAA est passée de seulement 15 % en 2004 à 48 % à la fin de 2006 (lorsque la valeur de ce marché se chiffrait à 117 milliards \$), ce qui a augmenté l'ampleur de la crise.

ii) Évaluation favorable du crédit

Pour que le marché du PCAA se renforce et prenne de l'expansion, il fallait que les agences de notation de crédit accordent au PCAA une note favorable. Grâce aux notes que ces agences ont accordées au PCAA, les conduits ont été dispensés de produire un prospectus, et le PCAA est devenu un investissement admissible pour bien des investisseurs. Et comme très peu de renseignements sont publiés à propos du PCAA, il

¹² La structure des conduits incitait les promoteurs à réaliser des investissements risqués. En effet, comme le rendement des effets était fixe, ce sont les promoteurs qui retiraient tous les avantages des investissements lucratifs, alors que les investisseurs subissaient, comme on a pu le voir, tout le poids des investissements infructueux.

semble que de nombreux investisseurs ont appuyé leurs décisions d'investissement sur l'évaluation effectuée par les agences de notation de crédit.

On a reproché aux agences de notation de crédit de ne pas avoir su déceler la faiblesse du PCAA et de ne pas avoir alerté les investisseurs avant le début de la crise. Ces reproches sont tout naturels. Ces agences disposaient en effet de renseignements confidentiels auxquels n'avaient pas accès les investisseurs. Par ailleurs, elles prétendaient avoir, dans le cadre de leur processus d'évaluation, examiné et approuvé les opérations réalisées par les émetteurs.

Les grandes agences de notation de crédit canadiennes ont adopté des approches différentes en ce qui a trait à l'évaluation du risque lié au PCAA. Moody's et Standard & Poor's ont cessé d'évaluer le PCAA lorsque les conduits ont commencé à conclure des ententes prévoyant des concours de trésorerie purs apportés uniquement en cas de « perturbation générale du marché ». À partir de ce moment, seule l'agence DBRS a continué d'évaluer le risque lié aux nouvelles émissions de PCAA au Canada. DBRS a mis fin à ses activités d'évaluation des fiducies de PCAA en janvier 2007, et elle a supprimé sa notation des fiducies non bancaires à la demande de celles-ci en mai 2008, soit bien après le déclenchement de la crise, en août 2007¹³.

Certains croient que les détracteurs des agences de notation de crédit sont trop sévères parce qu'ils comprennent mal le rôle que jouent ces dernières. Le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV ») et d'autres, notamment les agences elles-mêmes, font valoir que les agences de notation de crédit sont chargées d'évaluer le risque de crédit seulement :

[TRADUCTION] La note constitue une opinion quant à la probabilité que l'emprunteur ou l'émetteur respectera ses obligations contractuelles et financières... Elle ne témoigne aucunement des risques liés à la liquidité ou à la volatilité du marché. (OICV, *Role of Credit Rating Agencies*, p. 3)

DBRS abonde dans le même sens dans son énoncé sur sa philosophie de notation :

[TRADUCTION] De façon générale, les notes constituent une opinion quant à la solvabilité d'un émetteur, d'une valeur mobilière ou d'une obligation... Les notes accordées aux véhicules d'investissement structurés témoignent de la probabilité que les groupes d'actifs permettent le remboursement des investisseurs, selon la priorité de remboursement de chaque valeur.

Selon DBRS, les investisseurs doivent utiliser cette note pour évaluer le risque de crédit et se renseigner sur les valeurs mobilières concernées et leurs émetteurs. (DBRS, *Rating Philosophy*)

La mise en garde de l'agence est claire : outre le risque de crédit, sur lequel porte sa notation, d'autres types de risques – comme le risque de marché, le risque de liquidité et le risque de covenant – contribuent au risque total auquel s'exposent les porteurs de

¹³ DBRS, 19 mai 2008.

produits d'investissement structurés. La distinction entre les divers types de risques n'est toutefois pas aussi claire que ne le laisse entendre l'agence. Dans le cas des obligations négociables, par exemple, le risque de liquidité diffère grandement du risque de crédit et témoigne de la facilité de vente des obligations. Il rend compte de la santé du marché et de la possibilité qu'il subisse des perturbations. Ce type de risque de liquidité n'est pas pertinent en ce qui concerne le PCAA. Compte tenu de sa courte échéance, les investisseurs ne prévoient en effet généralement pas revendre le PCAA sur des marchés secondaires et s'attendent plutôt à ce que son émetteur le rachète à l'échéance.

Les troubles de liquidité qui ont affligé les émissions de PCAA ne sont pas les mêmes que ceux auxquels sont confrontés les porteurs d'obligations et avaient pour origine l'incapacité des émetteurs à honorer leurs obligations à l'échéance. La crise a été précipitée par l'incapacité des émetteurs à rembourser leurs effets à la date prévue, ce qui correspond essentiellement au risque de crédit. Ce n'est pas en raison du risque de crédit (dans sa définition la plus étroite) que Moody's et Standard & Poor's ont cessé leur notation du PCAA émis au Canada. C'est plutôt en raison de leurs craintes quant à l'insuffisance des garanties de liquidité, insuffisance qui a fait en sorte que les conduits de PCAA ont été incapables de rembourser leurs effets¹⁴.

iii) Dispense de prospectus

La dispense de prospectus a exacerbé l'ampleur de la crise. Quelle qu'ait été leur intention, les agences de notation de crédit ont signalé aux investisseurs que le PCAA constituait un investissement sûr lorsqu'elles lui ont accordé une notation favorable. Les investisseurs qui connaissaient bien le barème de notation utilisé pour évaluer les autres types de créances n'avaient aucune raison de croire que ce barème était appliqué différemment dans le cas du PCAA. Par ailleurs, l'obtention d'une évaluation de risque favorable était une condition nécessaire à la dispense de prospectus. Conjointement, ces deux facteurs ont contribué à donner l'impression que le PCAA était un investissement sûr. Si ces deux facteurs n'avaient pas été présents, le marché du PCAA n'aurait pas connu une croissance aussi marquée, parce que nombre d'investisseurs se seraient abstenus d'acheter du PCAA en raison de lois ou de pratiques institutionnelles ou d'une réticence à investir dans des valeurs mobilières sans certificat.

iv) Distribution et vente

Les gestes posés par certains représentants de vente des sociétés de placement ont aussi influé sur l'ampleur de la crise. Bien que les représentants soient tenus de respecter les règles « On doit connaître son client », il semble que certains ont incité des investisseurs à acquérir du PCAA en faisant valoir qu'il constituait un investissement sûr¹⁵. Les 1 800 petits investisseurs qui ont acheté du PCAA paraissent y avoir été incités par des représentants de vente qui ne se sont pas acquittés de leur obligation. Cependant, même

¹⁴ FMI, p. 20.

¹⁵ Il semble que certains clients ont reçu des courriels dans lesquels le PCAA était décrit comme un investissement sûr satisfaisant aux besoins des investisseurs prudents (voir McFarland, 2008).

certaines investisseurs avertis ont fait l'acquisition de PCAA dans des circonstances où l'écart de rendement ne justifiait pas un tel risque. Dans la mesure où les représentants de vente ont fait la promotion du PCAA, les achats réalisés par leurs clients ont alimenté la croissance du marché du PCAA et contribué à accroître l'ampleur de la crise, une fois celle-ci déclenchée.

v) Propension des investisseurs à prendre des risques

La conjoncture sur les marchés financiers a incité les investisseurs à acheter du PCAA. Conjointement, le taux d'épargne élevé dans l'économie mondiale et la taille réduite des émissions nettes de titres d'État au Canada ont amenuisé les possibilités d'investissement lucratif offertes par les valeurs à revenu fixe, ce qui a poussé les investisseurs à rechercher des valeurs assorties d'un meilleur rendement. Les nouveaux produits d'investissement structurés ont fait leur apparition sur le marché à un moment où les investisseurs étaient à la recherche de titres offrant un rendement ne serait-ce que marginalement supérieur à celui des effets les plus sûrs, ce qui a favorisé la croissance rapide du marché du PCAA.

c) Catalyseurs : après la crise

i) Modèle « acquérir pour distribuer »

Parce qu'elle a multiplié le nombre d'intermédiaires entre les émetteurs des créances et les parties qui les finançaient en bout de compte, l'adoption du modèle « acquérir pour distribuer » a aussi influé sur la gravité de la crise du PCAA une fois celle-ci déclenchée. Tout manquement dans l'évaluation de la qualité des prêts attribuable à cette division des fonctions sera accentué par le plus grand degré de séparation des participants du processus de financement, séparation qui a également contribué au manque de transparence sur le marché.

Dans le cas des prêts hypothécaires, les prêts sous-jacents pouvaient être regroupés à d'autres prêts hypothécaires et vendus collectivement par leur émetteur. Ces ensembles de prêts pouvaient être achetés par un acquéreur, qui les combinait à d'autres ensembles pour former de plus gros groupes de créances, qu'il cédait ensuite aux promoteurs de PCAA. À chaque étape, les ensembles de créances pouvaient également être divisés en tranches assorties d'un niveau de priorité différent en cas de défaillance. Pour évaluer la qualité des actifs composant les groupes de créances achetés par les conduits de PCAA, il fallait pouvoir démêler chacun des ensembles de prêts pour déterminer la participation des conduits dans chacun des prêts. Lorsque les gros investisseurs de PCAA ont commencé à concevoir des craintes quant à la sécurité des prêts hypothécaire à risque et à leur importance relative au sein de l'actif des conduits de PCAA, ils ont pris des mesures pour « geler » le marché du PCAA, entre autres en raison de leurs doutes quant à la qualité des actifs sous-jacents.

ii) Concours de trésorerie

Comme cela a déjà été expliqué, les conduits ne pouvaient recourir aux concours de trésorerie qu'en cas de désorganisation générale du marché. Cela signifie qu'un conduit ne pouvait compter sur une aide s'il était le seul ou l'un des seuls à être dans l'incapacité de renouveler ses effets. En fin de compte, comme les conduits non bancaires ont été incapables de prouver l'existence d'une « désorganisation générale du marché » au début de la crise, ils n'ont pas pu recourir aux concours de trésorerie, ce qui, dans les faits, a donné lieu à un gel des créances des investisseurs.

Si les concours de trésorerie n'avaient pas été assujettis à de telles conditions, la crise aurait pu se dérouler autrement. Certains porteurs d'effets auraient peut-être été remboursés; les pertes auraient alors été enregistrées par les fournisseurs de liquidité et les agences de majoration de crédit. Si les conduits avaient été capables de rembourser leurs effets arrivant à échéance, la crise aurait évolué différemment. Peut-être aurait-elle même pu être évitée.

iii) Manque de transparence

Lorsque les investisseurs sont devenus conscients de la faiblesse du marché du PCAA et lui ont retiré leur confiance, ils ont réagi rapidement et ont interrompu leurs investissements parce qu'ils n'étaient pas aptes à évaluer le risque associé aux conduits. Le manque de transparence les empêchait d'établir des distinctions entre les différents conduits. La ruée générale sur l'ensemble des conduits a peut-être provoqué l'effondrement de conduits qui auraient survécu si les investisseurs avaient eu une vision claire de la composition et de la qualité de l'actif de chacun.

d) Déclencheurs

La crise qui a éclaté sur le marché du PCAA a été précipitée par un effondrement de la confiance des investisseurs. Cette perte de confiance avait été précédée d'une suite d'événements dans l'économie américaine qui a graduellement mis en évidence la vulnérabilité du marché des prêts hypothécaires à risque. Au cours des mois qui ont précédé le gel des actifs des conduits, New Century (gros fournisseur de prêts hypothécaires à risque) a entrepris une procédure de faillite (3 avril); deux fonds de couverture de Bear Stearns ont fait de même en expliquant que leur décision reposait sur la détérioration de la valeur de leurs portefeuilles de prêts hypothécaires à risque (31 juillet); une banque allemande qui avait trop investi sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque a dû être sauvée de la faillite par une autre banque (2 août); BNP a gelé les actifs de trois fonds après que ceux-ci ont enregistré des pertes en raison de leur investissement dans les prêts hypothécaires à risque (9 août); et la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale américaine ont augmenté les lignes de crédit accordées aux banques pour remédier au manque généralisé de liquidité (9 août)¹⁶. À la fermeture des bureaux, le 13 août, les promoteurs de PCAA non bancaire ont annoncé l'existence d'une « désorganisation du marché ». La crise de plus en plus prononcée sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque a été le catalyseur qui a déclenché la crise sur le marché canadien du PCAA.

¹⁶ Cet historique des événements ayant précédé la crise est tiré de Baily, p. 47.

Si la crise des prêts hypothécaires à risque a été le choc qui a déstabilisé le marché canadien du PCAA, il demeure que ce marché était vulnérable à d'autres chocs (par exemple à une hausse généralisée des taux d'intérêt). Les conduits détenaient de nombreux actifs à taux d'intérêt fixe qui n'auraient pu être adaptés instantanément à une hausse des taux d'intérêt sur le marché. Au moment de refinancer leurs effets arrivant à échéance, les conduits auraient eu à soutenir la concurrence d'instruments assortis de taux d'intérêt correspondant au taux courant du marché. Toute fluctuation marquée des taux d'intérêt du marché aurait soit réduit ou éliminé les marges bénéficiaires des conduits et laissé ces derniers dans l'incapacité de refinancer leur dette, soit attisé les craintes des investisseurs, déclenchant ainsi une crise comparable à celle qui sévit actuellement.

En mettant l'accent sur le rôle joué par le marché américain des prêts hypothécaires à risque dans la crise du PCAA, on risque de négliger certains enseignements pouvant être tirés de la situation actuelle. La crise des prêts hypothécaires à risque a causé un choc, mais le marché du PCAA était intrinsèquement fragile et fortement vulnérable à de nombreux chocs. Cette crise n'est que l'un des nombreux chocs qui pouvait faire apparaître – et a effectivement mis à jour – la fragilité du modèle de fonctionnement du marché du PCAA. Dans l'ensemble, cependant, les troubles sur le marché des prêts hypothécaires à risque n'ont été que l'élément qui a provoqué l'effondrement de véhicules d'investissement déjà bien instables.

5. Questions stratégiques

a) Communication de l'information

Bon nombre d'observateurs de la crise du PCAA mettent en doute la suffisance de l'information communiquée aux investisseurs. Puisque le PCAA et les fiduciaires qui l'émettent sont des instruments beaucoup plus complexes que le papier commercial conventionnel, on se serait attendu à ce que les promoteurs fournissent des renseignements très complets aux investisseurs afin que ces derniers puissent prendre des décisions éclairées. Pourtant, au contraire, les promoteurs n'ont communiqué que des renseignements sommaires et quelques rares détails sur les dispositions cruciales de leur PCAA. À ce sujet, la société J.P. Morgan a formulé le commentaire ci-dessous relativement à un type précis d'actif financier :

[TRADUCTION]

De nombreux investisseurs et investisseurs potentiels ne disposaient pas de renseignements détaillés sur les actifs sous-jacents aux tranches de titres prioritaires plus sous forme de swaps sur défaillance financés par emprunt. Il leur était donc difficile de prévoir ou d'estimer le risque de crédit et la probabilité d'un appel de marge.

Toujours selon J.P. Morgan, ce manque de transparence aurait contribué à estomper l'intérêt des investisseurs pour le PCAA lorsque les marchés ont commencé à se replier. En règle générale, l'information communiquée aux investisseurs potentiels n'était pas suffisamment détaillée pour que ces derniers puissent bien cerner l'ampleur et la nature des risques que présentait le PCAA.

Cette situation soulève plusieurs questions : La dispense de prospectus accordée au papier commercial doit-elle être revue, ou même éliminée? Quels changements doivent être apportés à cette disposition? Dans la mesure où une communication plus étoffée de l'information est nécessaire, doit-on adopter une approche fondée sur des règles ou une approche fondée sur des principes?

La dispense de prospectus convenait peut-être à l'ensemble des émetteurs à une certaine époque, et convient peut-être toujours à certains d'entre eux aujourd'hui, mais le PCAA qui a circulé dans les cinq dernières années a bien peu à voir avec le papier commercial d'avant. Le PCAA touché par la crise était émis par des conduits ayant fait l'acquisition d'actifs financiers. Voici les caractéristiques générales de ces actifs :

- Les investisseurs possédaient peu de renseignements à leur sujet;
- Ils étaient souvent composés de portefeuilles de créances titrisées;
- Ils provenaient de fournisseurs multiples;
- Ils comprenaient souvent des titres dérivés synthétiques;
- Ils étaient souvent en grande partie adossés à des emprunts;

- La répartition des catégories d’actifs pouvait changer;
- Des changements pouvaient survenir au sein des catégories d’actifs.

Par ailleurs, les promoteurs fournissaient peu de détails sur les modalités des concours de trésorerie et des facilités de rehaussement du crédit, deux mécanismes censés protéger les intérêts des investisseurs.

Même si l’élimination de la dispense serait la solution la plus simple, elle n’est ni nécessaire ni souhaitable, car elle entraînerait une hausse des coûts d’émission de tous les types de papier commercial. Le maintien de la dispense pour les formes plus simples de papier commercial serait toutefois utile, car cette disposition facilite le processus d’émission.

La dispense de prospectus telle qu’elle est formulée actuellement ne convient pas au PCAA. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières doivent revoir l’objectif et le fonctionnement de cette dispense et la remanier de manière à ce qu’elle combine des éléments de la réglementation fondée sur des principes et de l’approche fondée sur des règles. Les principes viennent, d’une part, clarifier les fondements de la dispense et, d’autre part, prévenir le contournement des règles. Les règles, quant à elles, établissent les critères visant à déterminer si l’émission d’un titre requiert ou non la publication d’un prospectus. Ces critères peuvent comprendre la nature des actifs, la relation entre l’initiateur et l’émetteur ainsi que le type d’émetteur.

Recommandations :

- 1) Les dispenses de prospectus et les autres exemptions relatives à la mise en circulation devraient être fondées sur des principes reflétant la nature des activités entreprises.**
- 2) La dispense de prospectus devrait être réservée au papier commercial adossé à des actifs conventionnels provenant d’une source unique.**
- 3) Les autorités compétentes devraient revoir régulièrement les fondements de la dispense afin d’en assurer la pertinence.**

b) Agences de notation

Certaines personnes ont affirmé que les problèmes que la crise du PCAA a mis en lumière émanent du modèle opérationnel des agences de notation. Ces dernières tirent une bonne partie de leurs revenus des frais que paient les émetteurs potentiels pour l’obtention d’une note. Les agences offrent également des conseils aux promoteurs afin que ces derniers puissent obtenir une note qui rendrait leur produit attrayant aux yeux des investisseurs ou, dans certains cas, qui ferait de leur produit un investissement admissible. Le comité technique de l’OICV souligne que les processus de notation des produits structurés et des actifs plus conventionnels sont diamétralement opposés,

c'est-à-dire que dans le cas des actifs structurés, l'émetteur décide de la note qu'il souhaite obtenir et organise son produit en conséquence, souvent en s'appuyant sur les conseils de l'agence de notation¹⁷.

Des propositions de réforme, allant des mesures pour remodeler l'industrie aux améliorations aux pratiques utilisées dans le domaine, sont nées du mécontentement exprimé à l'égard des agences de notation. Voici quelques exemples :

1. Faire en sorte que ce soient les investisseurs, et non les émetteurs, qui paient la notation;
2. Améliorer la transparence des processus de notation;
3. Interdire aux agences d'évaluer les produits au sujet desquels elles ont fourni des conseils;
4. Créer une échelle de notation distincte pour les produits structurés; et
5. Resserrer la réglementation s'appliquant aux agences de notation¹⁸.

i) Faire en sorte que ce soient les investisseurs, et non les émetteurs, qui paient la notation

Les frais facturés aux émetteurs représentent près de 90 p. 100 des revenus des agences de notation¹⁹. Beaucoup de gens considèrent que cette dépendance majeure à l'égard des frais exigés des émetteurs pose un conflit d'intérêts. Certains affirment que le conflit pourrait être évité si les investisseurs assumaient les frais de la notation, comme c'était le cas jusque dans les années 1970. Aujourd'hui, les communications ont grandement évolué et le recours à la notation est beaucoup plus répandu, ce qui a contribué à faire des notes des biens publics en ce sens que les gens peuvent y avoir accès facilement et gratuitement (Zelmer, 2007). Donc, faire en sorte que les utilisateurs paient la notation n'est peut-être plus une solution pratique ni même réalisable.

ii) Améliorer la transparence des processus de notation

En raison de la complexité des produits structurés, il est difficile pour les investisseurs d'évaluer adéquatement le risque qu'ils présentent. Pour ce faire, les investisseurs doivent :

[TRADUCTION]

[...] évaluer le risque de crédit associé aux actifs sous-jacents (hétérogènes) et également connaître suffisamment la structure juridique et les dispositions particulières de l'opération [...] qui déterminent la priorité de chacune des tranches. (CESR, mai 2008, p. 8).

¹⁷ OICV b, p. 5.

¹⁸ Ces cinq propositions, ainsi que d'autres, sont décrites et analysées dans Zelmer (2007).

¹⁹ Partnoy, p. 62.

Toutefois, les politiques de communication de l'information des émetteurs de PCAA et des agences de notation ne facilitent pas la tâche aux investisseurs.

Dans le but de remédier à ce manque de transparence, la Banque d'Angleterre, par exemple, a formulé des recommandations à l'intention des agences de notation concernant la notation des produits structurés :

1. Publier de l'information sur la répartition attendue des pertes associées aux produits structurés;
2. Inclure un résumé des renseignements fournis par l'initiateur;
3. Définir un intervalle explicite de probabilité de défaillance (mesure de l'incertitude entourant la note accordée);
4. Adopter des définitions uniformes en ce qui a trait aux notes; et
5. Noter les instruments en fonction d'autres dimensions que le risque de crédit²⁰.

L'application de ces recommandations permettrait une meilleure compréhension des fondements du processus de détermination de la note de crédit.

La question de la communication de l'information s'étend toutefois bien au-delà des techniques de notation du PCAA. Les agences de notation, contrairement aux investisseurs, disposent d'un accès privilégié aux renseignements concernant les produits structurés. Elles approuvent les opérations et portent un jugement sur le recours aux concours de trésorerie et aux facilités de rehaussement du crédit. Par conséquent, elles connaissent la composition des actifs du véhicule, la proportion de produits dérivés qui constituent les actifs et les clauses restrictives qui pourraient venir infirmer les plaintes des investisseurs. Même si les agences ont accès à des renseignements détaillés sur les aspects clés des conduits qu'elles notent, peu de ces détails sont inclus dans l'évaluation qui accompagne la note. Ces évaluations sont brèves et ne vont pas suffisamment en profondeur pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions éclairées. Les agences emploient un vocabulaire conditionnel et vague qui laisse place à une multitude d'interprétations.

L'accès privilégié dont jouissent les agences de notation est étroitement lié à une obligation de confidentialité. Cette obligation peut s'avérer justifiée lorsque les émetteurs souhaitent protéger certains renseignements pour des raisons de compétitivité. À l'heure actuelle, la balance semble pencher davantage du côté de la confidentialité que du côté de l'intérêt des investisseurs.

iii) Séparer notation et prestation de conseils

La double fonction qu'endossent les agences de notation (notation et prestation de conseils) soulève des préoccupations au sein de l'OICV, du CESR et de la SEC. Ces préoccupations se reflètent d'ailleurs dans la disposition sur les conflits d'intérêts que

²⁰ FMI, p. 37.

l'OICV a jugé bon d'inclure dans son code de conduite à l'intention des agences de notation :

[TRADUCTION]

L'agence doit séparer, sur un plan opérationnel et juridique, ses activités de notation de toutes ses autres activités, y compris ses activités de consultation, qui pourraient présenter un conflit d'intérêts²¹.

En réaction à cette disposition, DBRS a d'abord affirmé que la notation était sa seule activité et qu'elle n'accordait ni consultation ni conseils. Le CESR a jugé que cette réponse n'était pas conforme à la disposition. Par la suite, DBRS a déclaré qu'elle [TRADUCTION] « pouvait réaliser une étude d'impact à la demande d'un émetteur » et que, selon elle, [TRADUCTION] « il s'agissait d'un prolongement de la relation qui existe déjà entre l'agence et l'émetteur et non d'une activité distincte²² ». DBRS a ajouté qu'elle ne croyait pas que le fait qu'une même équipe d'analystes note un titre et fournisse des conseils à son émetteur constituait un conflit d'intérêts. Le CESR a estimé que les services d'évaluation de l'impact de la note représentaient une activité connexe et que, par conséquent, DBRS n'avait pas respecté la disposition du code de l'OICV à l'égard des conflits d'intérêts.

iv) Créer une échelle de notation distincte pour les produits structurés

La proposition d'assigner aux produits structurés une échelle de notation distincte de celle qui s'applique aux autres instruments d'emprunt traduit une reconnaissance générale du fait que les produits structurés diffèrent considérablement des titres de sociétés traditionnellement évalués par les agences de notation (tableau 5.1).

Tableau 5.1	
Différences entre les titres de sociétés et les produits structurés	
Titres de sociétés	Produits structurés
Émis dans le but que l'entreprise puisse mener à bien ses activités	Organisés selon le modèle « produire (constituer) pour distribuer »
Adossés aux actifs de la société dans le cadre d'une stratégie financière globale qui inclut des prêts bancaires, des dettes à court terme et à long terme et l'émission d'actions	Adossés à un véhicule autonome créé dans l'unique but de détenir des actifs et d'émettre des titres de créance adossés à ces actifs
Se négocient souvent sur les marchés secondaires où les prix sont déjà établis	Ne se négocient pas
Paiements aux investisseurs tirés des flux de trésorerie générés par les opérations de l'entreprise	Paiements aux investisseurs tirés des flux de trésorerie générés par les actifs
Prospectus nécessaire sauf pour le papier commercial	Dispensés de prospectus

²¹ IOSCO, p.12.

²² CESR, mai 2008, p. 39.

Notés [TRADUCTION] « par suite d'une analyse des informations pertinentes concernant l'émetteur ou l'emprunteur, le marché et la conjoncture ²³ ».	Notés en fonction des actifs sous-jacents
Renseignements très complets dans les prospectus et les autres documents d'information publics	Renseignements très limités dans les documents d'information

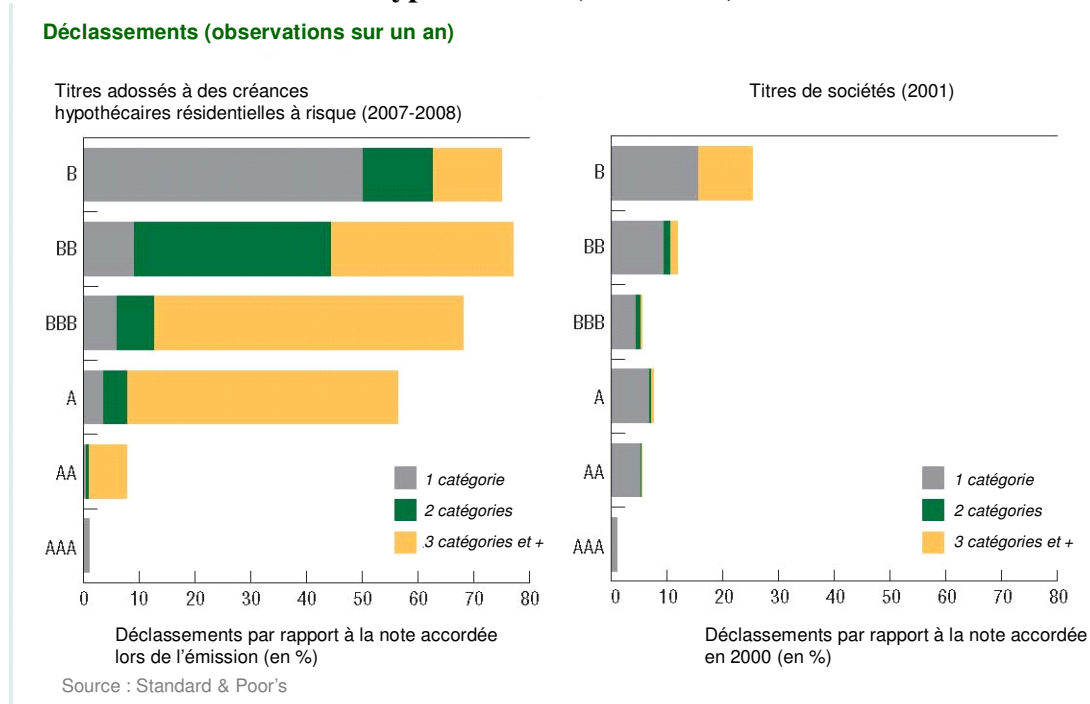
Les différences entre les titres de sociétés et les produits structurés vont bien au-delà de leurs caractéristiques, et leur historique de notation en fait état. La figure 5.1 indique qu'à note égale, les produits structurés font l'objet de déclassements plus fréquents et plus importants en période de bouleversement que les obligations. En d'autres termes, les agences de notation ont eu plus de difficulté à prévoir les conditions futures des produits structurés que celles des émissions obligataires conventionnelles.

Les différences entre les titres de créance conventionnels et les produits structurés sont suffisamment grandes pour justifier la création d'une échelle de notation distincte pour ces derniers. Cette opération mettrait la puce à l'oreille des investisseurs comme quoi les produits structurés présentent des risques différents. De plus, cela pourrait inciter les organismes de réglementation à reconsidérer le traitement accordé à ces produits, particulièrement la question de la dispense de prospectus. Enfin, un tel système de notation pourrait être profitable aux investisseurs si les agences de notation profitaient de l'occasion pour mettre l'accent sur les caractéristiques (p. ex. les liquidités et les mécanismes de rehaussement du crédit) qui ont une incidence sur les risques que présentent les produits structurés.

²³ IOSCO b, p. 4-5

Figure 5.1

Historique de notation des obligations et des titres adossés à des créances hypothécaires (États-Unis)



Source : FMI, *Financial Stability Review*.

v) Resserrer la réglementation

En règle générale, les agences de notation ne sont pas assujetties à une réglementation et ne font pas l'objet d'une surveillance. Toutefois, aux États-Unis, les agences doivent être enregistrées auprès de la SEC. Par suite des scandales financiers de 2001 et de 2002, les autorités américaines ont réévalué le rôle de surveillance qu'exerce la SEC auprès des agences de notation. Cette démarche s'est soldée par l'adoption de la *Credit Rating Agency Reform Act* (loi sur la réforme des agences de notation), qui exige que les agences se dotent de procédures pour éviter l'utilisation malveillante d'information non publique sensible et pour gérer les conflits d'intérêts.

Plusieurs autres mesures ont été prises là où aucune réglementation n'était en place. L'OICV a élaboré un vaste code de conduite volontaire destiné aux agences de notation. L'évolution du taux de conformité des grandes agences à ce code a été suivie de près par le CESR, qui a récemment recommandé la mise sur pied [TRADUCTION] « d'un organisme international qui établirait des normes visant les agences de notation et surveillerait leur application²⁴ ».

²⁴ CESR, 2008.

En outre, le CESR recommande que l'UE mette en place ses propres initiatives si le projet d'organisme international ne progresse pas à court terme. Enfin, si l'organisme n'atteint pas ses objectifs « d'intégrité et de transparence dans la notation », le CESR conseille aux autorités de surveillance d'adopter une réglementation explicite pour que les objectifs soient satisfaits.

Le traitement réglementaire qu'il convient d'accorder aux agences de notation dépend de la vision qu'on a d'elles. D'un point de vue axé sur l'information, les agences aident les investisseurs à combler le fossé qui les séparent des émetteurs à ce chapitre. En effet, les agences rassemblent et interprètent les renseignements plus efficacement qu'un investisseur seul. Les agences se défendent quant à leur responsabilité légale à l'égard des notent qu'elles attribuent en affirmant fournir des renseignements aux investisseurs au même titre que le font les journalistes financiers²⁵. Dans une perspective axée sur la certification, les notes donnent aux émetteurs une certaine crédibilité, car elles confirment que leurs titres satisfont à des exigences d'admissibilité légale ou à des normes institutionnelles, ce qui élargit la gamme d'investisseurs potentiels. Les agences jouent également un rôle de certification à un autre niveau au Canada en ce sens qu'elles ont le pouvoir de rendre les émetteurs admissibles à la dispense de prospectus.

Selon la perspective axée sur l'information, les agences de notation représentent une source de renseignements parmi d'autres pour les investisseurs potentiels, ce qui ne justifierait donc pas l'adoption d'une réglementation. Dans une optique axée sur la certification, les agences de notation font partie de l'appareil de réglementation des marchés financiers. Ces deux points de vue assignent des statuts très différents aux agences de notation et cela a contribué à accentuer l'ambiguïté quant à la nécessité de les réglementer. La reconnaissance juridique et institutionnelle des notes crée une obligation pour les agences. Comme il a été expliqué antérieurement, la crise du PCAA laisse croire qu'une agence de notation canadienne n'a pas suivi les normes convenant à sa position.

Les propositions de resserrement de la supervision et de la surveillance des agences de notation doivent être minutieusement étudiées. Il importe d'établir une distinction entre les aspects qu'une réglementation pourrait améliorer et les aspects pour lesquels la mise en place d'une réglementation s'avérerait nuisible. L'approche adoptée devrait mettre l'accent sur l'organisation et la transparence des agences et non pas uniquement sur les méthodes et techniques qu'elles emploient pour évaluer les produits.

Stéphane Rousseau, dans une étude réalisée pour le Capital Markets Institute, a proposé une approche raisonnable pour la supervision et la surveillance des agences de notation, à savoir que les agences soient obligées d'être enregistrées auprès des commissions de valeurs mobilières. Ainsi, une certaine réforme s'opérerait au sein de l'industrie, sans que l'on ait à engager les frais afférents à un nouveau mécanisme de réglementation. Par exemple, l'enregistrement pourrait être conditionnel au respect du code de conduite. Même si le code de l'OICV constitue un bon point de départ, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient être ouverts aux commentaires quant à la pertinence des dispositions du code.

²⁵ Partnoy, p. 66.

Recommandations :

- 1) Les agences de notation devraient être enregistrées auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières afin d'être « approuvées ».**
- 2) L'enregistrement des agences de notation devrait être conditionnel à leur acceptation d'un code de conduite fondé sur les principes du code adopté par l'OICV.**
- 3) En ce qui a trait aux produits structurés, les organismes de réglementation devraient exiger l'utilisation d'une échelle de notation distincte pour la détermination de l'admissibilité de l'investissement et pour d'autres activités qui nécessitent une notation.**
- 4) Dans leurs rapports de notation, les agences devraient donner des indications claires quant aux risques couverts.**
- 5) Les autorités canadiennes en matière de valeurs mobilières devraient participer aux discussions internationales touchant l'enregistrement des agences de notation, mais devraient y aller de leurs propres initiatives si les projets internationaux ne progressent pas suffisamment.**

c) Banques

Les banques jouent plusieurs rôles au sein du marché du PCAA. Certains conduits de PCAA sont créés par des banques. Les banques consentent également aux conduits des concours de trésorerie et des facilités de rehaussement du crédit. Le fait que les banques soient liées de multiples façons aux conduits a peut-être contribué à envenimer la crise du PCAA au Canada et façonné ses effets sur les différents intervenants de l'industrie.

La présente section examine d'abord la place qu'occupent les banques dans l'économie canadienne afin de comprendre leur rôle au sein du marché du PCAA. On expliquera ensuite de quelles façons les banques participent au marché du PCAA et en quoi cette participation a façonné la crise du PCAA et a eu des répercussions sur les différents intervenants.

i) Les banques et l'économie

Les banques occupent une place spéciale dans toute économie, car les gens peuvent réaliser des investissements sécuritaires en y déposant leur argent. Elles constituent également le plus important intermédiaire pour effectuer des paiements. Bien qu'une grande partie des dépôts peuvent être réclamés à court préavis, bon nombre des actifs détenus par les banques ne peuvent être rapidement convertis en argent. En raison de cette différence entre les actifs et les passifs des banques, ces dernières occupent une fonction dite intermédiaire en permettant aux déposants de détenir des créances liquides à court terme et aux emprunteurs d'avoir une plus grande certitude quant à la stabilité de

leur financement²⁶. La viabilité du secteur bancaire tient essentiellement à la confiance des déposants qu'ils vont être remboursés lorsqu'ils en feront la demande.

Les gouvernements reconnaissent depuis longtemps le rôle crucial que jouent les banques au sein de l'économie, mais également leur fragilité. La reconnaissance de cette fragilité se traduit par l'existence d'un cadre réglementaire et d'un filet de sécurité visant à préserver la stabilité des banques. Le cadre réglementaire prévoit des exigences en matière de fonds propres de solvabilité et des mécanismes de surveillance dans le but de limiter les risques inhérents au système bancaire. Le filet de sécurité comprend quant à lui des facilités d'emprunt spéciales accordées par la banque centrale et une assurance-dépôt adossée à des garanties du gouvernement.

ii) Les banques et le marché du PCAA

Les banques ont d'abord participé au processus de titrisation en rassemblant les créances découlant de leurs prêts et en les cédant à d'autres investisseurs. Ce type de titrisation était généralement simple et transparent, car les créances des banques étaient regroupées dans des fiducies qui contenaient chacune un seul type d'actif provenant d'une seule source, soit la banque. Grâce à cette technique, les banques pouvaient générer des revenus sur l'octroi et la gestion de prêts, que d'autres finançaient. De plus, le financement de ces créances n'était pas assujéti aux exigences de fonds propres de solvabilité, comme ça aurait été le cas si les créances avaient été financées par la banque directement.

La participation des banques au marché du PCAA a par la suite évolué. Quelques banques émettent maintenant du PCAA selon le modèle « acquérir pour distribuer », tandis que les banques promotrices acquièrent des actifs provenant d'autres sources et regroupent plus d'un type d'actif dans les fiducies.

Les banques octroient également les facilités essentielles à la viabilité des conduits gérés par des tiers. Elles consentent les concours de trésorerie et les facilités de rehaussement du crédit nécessaires pour que le conduit soit admissible à l'obtention d'une note favorable.

iii) La réglementation des banques et le marché du PCAA

La réglementation visant les banques canadiennes a influencé le développement du marché du PCAA de nombreuses façons. En participant au processus de titrisation, les banques peuvent réduire leur capital réglementaire. La réglementation a également influencé la façon dont les banques s'acquittent de leur rôle de fournisseurs de liquidités.

²⁶ Chant, 1987.

Exigences de fonds propres de solvabilité et PCAA

Les exigences de fonds propres de solvabilité imposées aux banques varient en fonction de l'exposition au risque. Les actifs qui figurent au bilan des banques sont assujettis aux exigences de fonds propres, alors que ceux qui sont déplacés hors bilan, dans des entités indépendantes où les banques ne sont pas légalement responsables des pertes, ne le sont pas. Cette différence explique l'intérêt que les banques ont porté à la titrisation. Le marché du PCAA leur a fourni l'occasion de tirer des revenus de blocs d'actifs, tout en réduisant le montant des fonds propres qu'elles auraient dû posséder si elles avaient fait figurer ces actifs à leurs bilans. Plutôt que de toucher les intérêts qu'aurait rapportés la détention des actifs, les banques ont tiré des revenus de leur rôle dans le groupement et la gestion des actifs détenus par les véhicules.

Au moment de la crise du PCAA, les banques ont compris que si elles n'appuyaient pas leurs conduits, leur réputation serait entachée. Elles ont donc soutenu les conduits dont elles étaient les promoteurs, malgré le fait qu'elles avaient échappé jusque-là aux exigences de fonds propres de solvabilité à l'égard de ces conduits. Dans les faits, elles ont mis en question l'objet des exigences de fonds propres. Comme le fait observer le BSIF,

[L]e risque n'a pas été déplacé vers les investisseurs, ce qui [remet en question l'idée selon laquelle les banques peuvent] transférer la totalité du risque à un autre intervenant; cette [idée] était à la base de l'absence d'exigences de fonds propres pour les programmes de PCAA²⁷.

Selon toute apparence, les banques ont été en mesure d'appuyer leurs propres conduits au moyen d'un « recours implicite » qui permet à une banque mère « d'appuyer, au-delà de ses obligations contractuelles, un véhicule d'investissement afin de protéger son image de marque et sa réputation »²⁸. Un tel appui peut avoir été justifié par la nécessité d'éviter que la crise du PCAA ne devienne une crise bancaire généralisée. À ce moment-là, les banques étaient relativement bien pourvues en fonds propres, de sorte que le sauvetage qu'elles ont organisé ne semble pas avoir provoqué beaucoup d'inquiétude quant à leur santé.

Les garanties après le fait données par les banques à l'égard de leurs propres conduits peuvent avoir façonné la crise du PCAA et ses conséquences pour les investisseurs. Ces conduits semblent avoir perdu la confiance des investisseurs, comme ce fut le cas pour les autres, et sans l'appui de leur banque mère, ils auraient connu le même resserrement des liquidités. Dans un tel cas, la crise aurait pu évoluer différemment. Une plus grande proportion de conduits n'auraient pas été en mesure de renouveler leurs billets et cette proportion aurait pu être suffisamment élevée pour entraîner une désorganisation générale du marché, ce qui aurait suscité un apport en liquidités qui aurait permis aux conduits non bancaires de rembourser leurs billets arrivant à maturité. Les conduits n'auraient peut-être pas réussi davantage, mais la répartition des pertes aurait été très différente. Les

²⁷ BSIF, Document d'information, p. 9.

²⁸ Baily, p. 30. [TRADUCTION]

fournisseurs de liquidités auraient assumé une plus grande part du coût des défaillances, alors que les porteurs de billets auraient vu leur part diminuer.

Le transfert au bilan des activités bancaires hors bilan relatives au PCAA a créé un précédent fâcheux dans la mesure où cette opération a fait croire aux banques qu'elles pouvaient soutenir leurs activités hors bilan qui connaissent des difficultés. Si tel était le cas, la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan s'estomperait et les banques seraient portées à garder le plus d'activités possibles hors bilan²⁹.

L'érosion de la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan entraîne plusieurs conséquences négatives. Elle réduit la portée des exigences de fonds propres de solvabilité en matière de protection de la santé des banques si celles-ci peuvent soutenir des activités hors bilan lorsqu'elles le jugent nécessaire; les banques se retrouvent alors non réglementées quand l'économie va bien et soutenues par le filet de sécurité quand l'économie se détériore. Elle accroît également la portée du filet de sécurité, qui est censé protéger la fonction étroite de la banque, qui est distincte de toutes les activités que la banque exerce, sans accroître parallèlement les obligations qui vont de pair.

L'extension du filet de sécurité aux activités auxiliaires soulève également de sérieuses questions de concurrence si elle ne s'applique qu'aux activités menées par les banques, mais pas à celles des autres organismes³⁰. On ne peut pas justifier ce traitement favorable seulement parce que les activités sont exercées par les banques.

Le BSIF a récemment annoncé un examen de la ligne directrice B-5 qui régit les responsabilités des banques à l'égard de leurs propres conduits de PCAA, y compris les exigences de fonds propres de solvabilité pour le soutien de ce véhicule³¹. En outre, l'examen portera sur les responsabilités des banques lorsqu'elles traitent avec d'autres conduits de PCAA.

L'examen de la ligne directrice B-5 du BSIF est bien accueilli, mais sa portée devrait être accrue. Le marché du PCAA ne représente qu'un domaine où la distinction peut s'avérer importante. L'examen devrait s'attacher à trouver d'autres domaines où les activités hors bilan pourraient entraîner des problèmes semblables et devrait être étendu à toutes les activités hors bilan. En examinant celles-ci, le BSIF peut opter pour l'une des approches suivantes :

1. Maintenir le statu quo

²⁹ L'ancien gouverneur de la Banque du Canada a fait la même observation : [TRADUCTION] « Tous n'ont pas saisi la mesure dans laquelle ces produits hors bilan reviendraient causer du tort aux institutions financières. On croyait que s'ils étaient hors bilan, les institutions financières ne pouvaient pas être mises à mal. C'était ridicule. » (McNish)

³⁰ Les participants du marché ont constaté cette distinction qui s'est traduite par le paiement de taux d'intérêt différents selon que le PCAA était d'origine bancaire ou non bancaire.

³¹ BSIF, 2008.

Maintenir le statu quo pourrait amener les banques à croire qu'elles peuvent se soustraire aux exigences de fonds propres de solvabilité en plaçant leurs activités hors bilan, tout en conservant la capacité de les soutenir en cas de problème. Tel que mentionné plus haut, une telle approche risque de créer une extension injustifiée du filet de sécurité aux activités non bancaires des banques. En étant ainsi protégées, sans être soumises aux obligations relatives au filet de sécurité, ces activités sont en fait subventionnées par le gouvernement qui agit comme l'ultime garant du système bancaire³².

2. Renforcer la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan

La distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan pourrait être renforcée en interdisant complètement aux banques de soutenir les activités qu'elles auraient placées hors bilan. Cette approche semble laisser aux banques un choix clair : elles peuvent inscrire leurs activités non bancaires au bilan ou les inscrire hors bilan et en subir les conséquences. Les activités figurant au bilan seraient assujetties aux exigences de fonds propres et pourraient être complètement soutenues par la banque, alors que les activités hors bilan ne seraient pas soumises aux exigences de fonds propres et ne pourraient pas être soutenues par la banque mère.

Malgré le fait qu'elle soit très claire, cette distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan serait difficile à maintenir dans la pratique. Selon la conjoncture, l'organisme de réglementation des banques pourrait juger qu'interdire aux banques de soutenir leurs activités hors bilan serait tellement mauvais pour leur réputation que c'est tout le système bancaire qui pourrait en être déstabilisé. Les avantages à court terme que l'on tirerait en permettant aux banques de soutenir leurs activités devraient peut-être venir en priorité par rapport à la question de principe³³.

3. Considérer toutes les activités exercées par les banques comme des activités qui figurent au bilan et qui sont assujetties aux exigences de fonds propres de solvabilité.

En considérant toutes les activités exercées par les banques comme des activités qui figurent au bilan, on évite les difficultés inhérentes aux deux autres approches. On reconnaît que les banques doivent protéger leur réputation en soutenant leurs activités non bancaires, ce qui rassure les déposants et les investisseurs. Cette approche peut être critiquée comme étant une extension injustifiée des exigences de fonds propres aux activités non bancaires. Le soutien que les banques apportent à leurs conduits de PCAA hors bilan prouve cependant que les banques elles-mêmes ne peuvent pas vraiment traiter ces activités séparément de leurs activités bancaires de base, ce qui leur assure en fait la protection du filet de sécurité des banques.

³² Le fait que la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) ne détenait que 1,55 milliard de dollars *ex ante* par rapport à 455 milliards de dollars d'actifs assurés indique clairement que le gouvernement est l'ultime garant du système bancaire malgré le statut officiel de la SADC.

³³ On note ici un parallèle étroit avec l'assurance-dépôts. Les gouvernements des pays qui n'ont pas d'assurance-dépôts ont souvent été obligés de venir en aide aux banques en difficulté. L'assurance-dépôts, même si elle n'est pas explicite, existe en raison du rôle central des banques dans l'économie.

Cette troisième approche comporte également un avantage additionnel. Dans les deux approches précédentes, les banques ont des motifs de concevoir de nouveaux produits ou de transformer d'anciens produits pour qu'ils puissent se qualifier en vue de figurer hors bilan. Ces efforts peuvent modifier les caractéristiques des produits financiers sans en changer les risques. En outre, des modifications subtiles apportées à une activité peuvent donner lieu à des changements disproportionnés sur le plan des risques qu'elle représente³⁴. La réglementation du secteur financier est pour ainsi dire une « bataille » entre les participants et les organismes de réglementation du marché. Ces derniers, par conséquent, sont continuellement obligés de réévaluer les risques de toutes les activités afin de s'assurer que leurs règlements sont toujours pertinents.

Si cette approche avait été adoptée, il aurait été plus clair pour les investisseurs, les promoteurs non bancaires et les agences de notation que les banques sauveraient leurs propres conduits et, vu la part importante qu'occupe le PCAA bancaire sur le marché, que les conditions pour recourir aux mécanismes canadiens de concours de trésorerie ne se réaliseraient jamais.

Recommandations

- 1) Le BSIF devrait étendre la portée de l'examen de la ligne directrice B-5 à toutes les activités hors bilan des institutions financières.**
- 2) La distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan devrait être fondée sur des principes liés à la nature des activités et aux risques qu'elles représentent pour la santé des institutions financières.**
- 3) Le BSIF devrait participer à des discussions internationales sur la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan des institutions financières, mais devrait agir de sa propre initiative si les efforts déployés à l'échelle internationale ne progressent pas suffisamment.**

Offre de liquidités et PCAA

La question des banques qui servent de fournisseurs de liquidités se pose parce que ces transactions créent des créances éventuelles sur leurs ressources. L'élément qui entraîne une créance peut varier d'un concours de trésorerie à un autre. Un conduit peut tirer parti des concours de trésorerie inconditionnels peu importe les raisons de ses besoins en liquidité. Il peut ainsi être admissible à un concours de trésorerie si son manque de financement découle d'une insuffisance de liquidités du marché ou de l'inquiétude des investisseurs quant à sa solvabilité. Par contre, dans le cadre d'un concours de trésorerie conditionnel, il obtiendra des liquidités seulement s'il y a désorganisation générale du marché, mais il n'en obtiendra pas si ses besoins dépendent de circonstances qui lui sont propres. À cause de ces différences, les créances sur concours de trésorerie

³⁴ Par exemple, l'élaboration des produits dérivés de crédit, financés par des capitaux empruntés, a considérablement augmenté les risques que présentent les conduits sans modifier leurs caractéristiques extérieures.

inconditionnels ont plus de chance d'être réclamées, ce qui augmente la demande sur le système bancaire.

La distinction entre ces deux types de concours de trésorerie est devenue pertinente pour les participants du marché du PCAA en 2004, lorsque le BSIF a imposé aux banques des exigences de fonds propres de solvabilité à l'égard des concours de trésorerie inconditionnels, mais pas à l'égard des concours de trésorerie conditionnels à une « désorganisation générale du marché ». Comme cette initiative du BSIF n'a pas été reprise par d'autres organismes de réglementation bancaire, le concours de trésorerie conditionnel à une « désorganisation générale du marché » a été appelé concours « de style canadien ». Comme la croissance rapide du marché du PCAA a considérablement augmenté l'importance des créances potentielles liées aux concours de trésorerie à l'appui du PCAA, le BSIF, par les mesures qu'il a prises, a agi conformément à son mandat, qui consiste à préserver la confiance du public dans le système bancaire.

Les mesures qu'a prises le BSIF à l'égard des concours de trésorerie ont été critiquées. Selon certains, le BSIF, en exigeant des fonds propres à l'appui des concours de trésorerie inconditionnels, a forcé les conduits à recourir aux concours « de style canadien ». De telles critiques ne tiennent pas compte du fait que les banques et les promoteurs de conduits du Canada auraient pu aisément négocier des concours de trésorerie inconditionnels s'ils l'avaient jugé nécessaire. Les exigences de fonds propres à l'égard de ceux-ci les auraient rendus plus onéreux qu'ils l'étaient auparavant et plus onéreux également que les concours de trésorerie « de style canadien », ou conditionnels³⁵.

Il importe également de noter que les exigences de fonds propres du BSIF à l'égard des concours de trésorerie inconditionnels ne s'appliquaient pas aux banques étrangères ni aux autres institutions financières qui constituaient les principaux fournisseurs de liquidités aux conduits non bancaires. Ces fournisseurs de liquidités auraient pu offrir des concours de trésorerie inconditionnels sans qu'il y ait de répercussions sur les exigences de fonds propres qui leur étaient imposées. Les différences dans la perception des risques liés à chaque concours de trésorerie auraient sans doute entraîné des écarts de coût. Les promoteurs de PCAA semblent avoir adopté les concours de trésorerie conditionnels parce qu'ils étaient moins onéreux et qu'ils permettaient quand même aux conduits de se voir attribuer par la DBRS des cotes de crédits favorables.

Réglementation des banques et PCAA : Conclusions

Au fil des événements, les conduits bancaires et les autres conduits présentaient des différences marquées que les investisseurs ne semblent pas avoir bien saisies. Bien qu'ils se trouvaient hors bilan, les conduits bancaires se sont avérés trop compromettants pour la réputation des banques qui les avaient établis pour que l'on se garde de les sauver. Le sauvetage des conduits bancaires par les banques, bien qu'il fût probablement nécessaire pour préserver la confiance du public, a révélé les faiblesses de la distinction « hors

³⁵ Les concours de trésorerie inconditionnels étaient probablement plus onéreux avant que le BSIF n'agisse, puisqu'ils exposaient les fournisseurs de liquidités à un plus grand risque.

bilan » et « au bilan » : les banques ont obtenu la protection du filet de sécurité pour leurs conduits tout en évitant les obligations qui vont habituellement de pair avec celle-ci. La fin de la séparation des conduits d'avec leur banque mère peut avoir eu des répercussions fâcheuses sur le reste du marché du PCAA. Dans la mesure où les sauvetages ont évité une désorganisation générale du marché qui aurait entraîné des concours de trésorerie et permis aux conduits non bancaires de rembourser les billets arrivant à maturité, la charge des pertes peut avoir été transférée des parties qui offraient des concours de trésorerie aux porteurs de billets de PCAA.

Le BSIF a annoncé un examen de la ligne directrice B-5, qui porte sur la titrisation. Cet examen est bien accueilli, mais sa portée devrait être accrue. La crise du PCAA donne à penser que la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan peut ne pas être viable pour les banques et que celles-ci peuvent effectivement échapper aux exigences de fonds propres pour leurs activités hors bilan tout en conservant leur capacité de soutenir ces activités au besoin. Les prochaines innovations financières pourraient soulever des questions semblables. Par conséquent, l'examen du BSIF devrait être étendu à toutes les activités hors bilan et se fonder sur des principes permettant de faire face aux innovations futures dont les détails ne peuvent être prévus.

d) Vente et distribution

La crise a eu pour conséquence de faire ressortir le fait que le PCAA a été vendu à des investisseurs pour qui il était inapproprié. Les efforts de restructuration ont été entravés pendant un moment par la découverte que plus de 1 800 investisseurs particuliers faisaient partie des porteurs de billets couverts par l'Accord de Montréal. En outre, des sociétés et des caisses de retraite notamment croyaient que le PCAA constituait un placement sûr à court terme. Comme il est mentionné précédemment, le PCAA reposait sur une structure institutionnelle fragile et, au fil du temps, il a cessé d'être un actif conventionnel pour devenir un actif plus risqué. Ce n'était pas le type de placement qu'avaient imaginé de nombreux porteurs³⁶.

La règle du « Connaissez votre client » des lois sur les valeurs mobilières semble ne pas avoir protégé certains investisseurs dans le PCAA, et surtout, mais pas exclusivement, les 1 800 investisseurs particuliers. Cet échec peut être dû à l'un des trois facteurs suivants :

1. les courtiers en placements ou leurs représentants connaissaient les besoins de leurs clients et la nature du PCAA, mais ont tout de même recommandé l'achat de PCAA;
2. les courtiers en placements ou leurs représentants connaissaient la nature du PCAA, mais ne connaissaient pas les besoins de leurs clients; et
3. les courtiers en placements ou leurs représentants connaissaient les besoins de leurs clients, mais ne connaissaient pas la nature du PCAA.

³⁶ Il est difficile de prétendre que tous les grands investisseurs connaissaient l'ensemble des risques que comportaient ces transactions, compte tenu du niveau d'informations transmises. En outre, les actifs risqués présentent généralement la possibilité de rendements élevés. Dans le cas du PCAA, il n'y avait pas d'autres avantages à courir le risque qu'une faible marge d'intérêt.

Chacun de ces facteurs entraîne des répercussions différentes.

Le premier de ces facteurs comporte des implications claires en matière de réglementation des valeurs mobilières. Il s'agit manifestement d'un cas de flagrante violation des règles qui régissent la vente et la distribution de titres. Si le cas était avéré, certes une accusation qui sera difficile à prouver, il relèverait du domaine de l'application de la réglementation des valeurs mobilières et des sanctions prescrites

Le deuxième facteur représente plutôt une question de compétence. On s'attend à ce que les courtiers en valeurs mobilières et leurs représentants soient en mesure de déterminer et de comprendre les besoins de leurs clients. Lorsqu'ils n'y arrivent pas, comme ce fut le cas, la solution doit comprendre l'application des sanctions pour non-respect des règles et règlements de l'OCRCVM.

Le troisième facteur soulève la question du niveau de connaissances des représentants à l'égard des produits qu'ils vendent aux investisseurs. Le PCAA, dans ses formes finales, a peu de rapport avec le papier commercial traditionnel, malgré le nom qu'ils ont en commun. Il s'agissait d'une obligation complexe et non transparente d'un véhicule autonome, fondée sur des éléments d'actif pouvant comprendre des produits dérivés acquis de diverses sources, souvent éloignées du point d'origine.

Les représentants peuvent ne pas avoir compris le PCAA parce qu'eux aussi se sont heurtés au peu d'information fournie par les promoteurs et aux examens sommaires effectués par les agences de notation de crédit. Ils peuvent aussi avoir cru que les investissements dans le PCAA étaient sûrs en raison de la dispense de prospectus accordée au produit et des cotes favorables que lui a attribuées le DBRS. On a recommandé plus haut que tous les types de papier commercial, à l'exception du plus simple, soient accompagnés d'un prospectus. La présentation d'informations plus complètes que nécessite la publication d'un prospectus devrait permettre aux représentants de mieux saisir les questions liées au PCAA.

Mais une meilleure présentation de l'information ne constitue pas nécessairement une protection suffisante. Pendant leurs phases finales, les conduits du PCAA détenaient des actifs complexes qui étaient difficiles à comprendre dans certains cas. La politique de l'OCRCVM en matière d'investissements complexes (règle 1800) impose aux courtiers en valeurs mobilières de nommer des experts chargés de l'examen de ces transactions. On pourrait présenter des arguments en faveur de la mise sur pied d'un service d'experts chargés de déterminer la qualité de tout produit structuré, y compris les formes complexes de papier commercial qui contiennent des actifs synthétiques, comme les produits dérivés du crédit.

Recommandations

- 1) **Les règles qui régissent la vente et la distribution d'instruments financiers devraient être fondées sur des principes liés aux caractéristiques des instruments qui sont vendus.**
- 2) **La vente et la distribution au public de produits financiers complexes reposant sur des produits dérivés devraient être assujetties à des dispositions semblables à celles de la règle 1800 de l'OCRCVM, qui impose aux courtiers en valeurs mobilières de nommer des experts chargés de l'examen des transactions par contrat à terme et par option sur marchandises.**

e) Communication entre les organismes de réglementation

Comme on l'a vu plus haut, de nombreux organismes de réglementation étaient habilités à intervenir dans l'évolution du marché du PCAA et à répercuter les effets de cette évolution sur les groupes intéressés. Selon certains, le regroupement des organismes de réglementation améliorerait la communication et la coordination de la politique du marché financier, ce qui pourrait s'avérer important dans les cas où les mesures prises par un organisme à l'égard d'un segment du marché financier ont une incidence sur d'autres segments. Grâce à ce regroupement, l'organisme de réglementation pourrait avoir une vue d'ensemble du marché, examiner les effets globaux d'une mesure sur celui-ci et agir en conséquence. Les arguments qui militent en faveur du regroupement seraient renforcés si l'on disposait de données qui montrent que la communication entre les différentes parties d'un seul organisme est plus efficace que la communication entre différents organismes³⁷.

La principale mesure stratégique ayant contribué à la crise du PCAA a été un acte d'omission, soit l'omission par les autorités en matière de valeurs mobilières de supprimer la dispense de prospectus pour le PCAA, qui constitue un titre passablement différent de ceux que visait cette dispense. Rien ne permet de pencher d'un côté ou de l'autre en ce qui concerne l'organisation de la réglementation. Cette mesure relève entièrement des autorités qui étaient les mieux placées pour comprendre son incidence. Les autorités n'ont pas revu la dispense de prospectus parce qu'elles n'ont pas bien saisi la transformation du titre qui passait pour du papier commercial ou parce qu'elles n'ont pas jugé celle-ci importante.

Le BSIF s'est montré davantage préoccupé par l'évolution du PCAA; il a modifié sa ligne directrice B-5 en 2004 pour exiger que des fonds propres de solvabilité soient

³⁷ La communication et la coordination ne sont pas les seuls facteurs qui influent sur le partage judicieux des responsabilités. L'obligation de rendre des comptes est également importante. Acheson et Chant (1973) ont fait valoir que les nombreux objectifs invoqués par la Banque du Canada dans les années 1960 faisaient obstacle à sa responsabilité à l'égard du public. L'auteur du présent document pense que le regroupement de la politique monétaire et de la réglementation bancaire à la Réserve fédérale américaine place celle-ci dans un état de conflit d'intérêt qui réduit son obligation de rendre des comptes, surtout pour ce qui est de la politique monétaire. Pour un point de vue contraire, voir Rosengren (2003 et 1999).

détenus en couverture de tout concours de trésorerie inconditionnel et a demandé aux banques de se distancier des conduits ou d'affecter des fonds à hauteur de leur participation. Dans la pratique, cette mesure ne s'est pas propagée au marché du PCAA, car la plupart des fournisseurs de liquidité à des tiers conduits étaient des banques ou d'autres institutions qui ne relevaient pas de la compétence du BSIF³⁸.

Bien qu'aucun communiqué n'ait été publié au moment de la modification de la ligne directrice B-5, une lettre annonçant cette modification, sans toutefois en expliquer le fondement, a été envoyée aux banques ainsi qu'aux sociétés de fiducie et de prêt sous réglementation fédérale, aux associations coopératives de crédit, aux sociétés d'assurance-vie et aux sociétés d'assurances multirisques. Les responsables des organismes de réglementation ont peut-être discuté de cette modification au cours de leurs réunions. Quoi qu'il en soit, même sans en avoir été directement informés, d'autres organismes de réglementation connaissaient probablement les mesures prises par le BSIF, d'autant plus que les agences de notation de crédit et les commentateurs sur les marchés financiers étaient tout à fait au courant de cette modification. Par conséquent, il serait difficile de prétendre que le résultat aurait été différent si les organismes de réglementation avaient été organisés autrement.

La crise du PCAA n'apporte donc pas d'eau au moulin de ceux qui militent en faveur d'un plus grand regroupement des responsabilités en matière de réglementation. À l'exception de la ligne directrice B-5, les organismes de réglementation n'ont pris aucune mesure stratégique qui pouvait toucher les groupes intéressés des autres organismes.

Il n'en reste pas moins que la communication entre les organismes de réglementation peut être importante. Les responsables de ces organismes offrent actuellement l'occasion à tous les organismes de réglementation de faire part de leurs opinions au sujet de l'évolution des marchés financiers et des modifications actuelles à la réglementation. Ce faisant, ils reconnaissent l'interdépendance des responsabilités des organismes. En outre, ils incluent les organismes les plus à même d'influencer des marchés comme celui du PCAA grâce aux mesures qu'ils prennent. Il est difficile de formuler des recommandations au sujet des responsables des organismes de réglementation en raison de la discrétion qui les caractérise. Il est à espérer qu'en plus de fournir un forum de haut niveau, ils encouragent également les relations entre employés pour qu'ils traitent des questions de façon continue et plus approfondie.

Recommandation

Les responsables des organismes de réglementation devraient commander un examen des communications qu'entretiennent leurs membres afin de déterminer dans quelle mesure l'amélioration de celles-ci, tant à leur niveau qu'au niveau des employés, pourrait, dans l'avenir, prévenir les crises dans le secteur financier ou en réduire la gravité.

³⁸ En outre, selon des circulaires d'information, la clause de désorganisation du marché était en vigueur avant que le BSIF ne modifie sa ligne directrice B-5. Voir la circulaire d'information de Comet Trust, 20 février 2003.

6. Conclusion

La crise du PCAA était à la fois prévisible et évitable. Elle était prévisible en ce sens que la structure financière fragile des conduits du PCAA, combinée à leur risque de crédit structuré, a créé un produit très vulnérable aux conditions changeantes du marché. Elle était évitable en ce sens qu'on a éteint les signaux d'alarme potentiels pour les investisseurs. Nombre de ces derniers auraient pu se mettre à l'abri du PCAA si les promoteurs avaient eu à rédiger des prospectus et avaient communiqué des informations plus complètes, si les cotes de crédit avaient reflété plus fidèlement la nature du PCAA et si les représentants avaient fait part aux investisseurs des risques inhérents au PCAA.

Chaque crise a ses particularités et il n'y aura pas d'autre crise du PCAA reposant sur le même scénario. Néanmoins, les leçons tirées de cette crise sont générales et ne s'appliquent pas seulement au PCAA. En fait, la leçon primordiale en est une de principe : les caractéristiques des instruments financiers sont plus importantes que les étiquettes qui y sont apposées. Le PCAA comportait des risques différents de ceux d'autres papiers commerciaux et il n'était pas justifié qu'il soit, comme ces derniers, dispensé de prospectus. Il présentait d'autres risques que ceux des obligations et n'aurait pas dû être coté en fonction des mêmes critères. Enfin, il était trop essentiel à la bonne réputation des banques pour ne pas figurer au bilan.

a) Incidences sur la réglementation

Dans le cadre de la présente étude, on a examiné les incidences de la crise du PCAA sur la réglementation des marchés financiers selon trois perspectives présentant un intérêt pour le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières :

1. conception de la réglementation;
2. contenu de la réglementation; et
3. organisation de la réglementation.

i) Conception de la réglementation

Récemment, on a entendu différents points de vue concernant les mérites de la réglementation des marchés financiers fondée sur des principes par opposition à celle qui se fonde sur des règles. L'expérience du PCAA permet de penser que les deux sont nécessaires à une réglementation efficace. Les règles doivent reposer sur des principes établis en fonction de la nature de l'activité qui est réglementée, en particulier pour ce qui est du besoin de protéger les investisseurs et du maintien de la stabilité financière.

En ce qui concerne l'équilibre entre les règles et les principes, il ressort de la présente étude que :

1. les dispenses de prospectus et d'autres exigences en matière de distribution doivent reposer sur des principes établis selon la nature de l'activité;

2. la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan doit reposer sur des principes établis en fonction de la nature de l'activité et des risques que l'activité présente pour la stabilité des banques; et
3. les règles qui régissent la vente et la distribution d'instruments financiers doivent reposer sur des principes établis selon les caractéristiques de l'instrument en question.

ii) Contenu de la réglementation

En ce qui concerne le contenu de la réglementation, il ressort de la présente étude que :

1. la dispense de prospectus pour le papier commercial ne doit s'appliquer qu'au papier commercial provenant d'une seule source ne détenant que des actifs conventionnels;
2. le fondement de la dispense doit être revu régulièrement par les autorités compétentes afin de déterminer si elle est toujours valide;
3. les agences de notation de crédit doivent être inscrites auprès d'autorités en matière de valeurs mobilières pour obtenir le statut « agréé »;
4. l'inscription des agences de notation de crédit doit être conditionnelle à leur adhésion à un code de conduite qui reprend les principes à la base du code adopté par l'OICV;
5. les organismes de réglementation doivent exiger qu'une échelle de notation distincte soit utilisée afin de déterminer entre autres l'admissibilité des produits structurés comme moyen de placement pour les divers investisseurs;
6. le BSIF doit étendre la portée de l'examen de la ligne directrice B-5 à toutes les activités hors bilan des institutions financières;
7. les agences de notation de crédit doivent énoncer clairement les risques évalués dans chacun de leurs rapports de notation; et
8. la vente et la distribution au public de produits financiers complexes doivent être assujetties à des dispositions semblables à celles de la règle 1800 de l'OCRCVM, qui impose aux courtiers en valeurs mobilières de nommer des experts chargés de l'examen des transactions par contrat à terme ou par option sur marchandises.

iii) Organisation de la réglementation

L'organisation de la réglementation financière comporte plusieurs dimensions, soit l'organisation de la responsabilité en matière de réglementation entre les organismes relevant du même niveau de gouvernement et l'organisation des responsabilités entre les autorités provinciales, fédérales et internationales.

La communication entre les différents organismes de réglementation dans un pays est importante, car elle permet à chacun d'être au fait des actions en cours menées par d'autres organismes, lesquelles pourraient avoir des conséquences dans leur domaine de

compétence. En outre, nombre des questions soulevées par la crise du PCAA comportaient une dimension internationale compte tenu de l'envergure mondiale des institutions et des marchés financiers.

En ce qui concerne les organismes de réglementation, il ressort de la présente étude que :

1. les responsables des organismes de réglementation doivent commander un examen des communications qu'entretiennent leurs membres afin de déterminer dans quelle mesure l'amélioration de celles-ci, tant à leur niveau qu'au niveau des employés, pourrait, dans l'avenir, prévenir des crises telles que celle du PCAA ou en réduire la gravité;
2. le BSIF doit participer à des discussions internationales sur la distinction entre les activités hors bilan et celles qui figurent au bilan des institutions financières, mais doit agir de sa propre initiative si les efforts déployés à l'échelle internationale ne progressent pas suffisamment; et
3. les autorités canadiennes en matière de valeurs mobilières doivent participer à des discussions internationales sur l'inscription des agences de notation de crédit, mais doivent agir de leur propre initiative si les efforts déployés à l'échelle internationale ne progressent pas suffisamment.

b) Moment opportun pour la mise en œuvre de mesures

Nombreux sont ceux qui, rappelant la réaction à la suite du scandale d'Enron aux États-Unis, affirment que le moment n'est pas opportun, immédiatement après une crise, pour réformer les règles et règlements³⁹. Cette affirmation est d'une grande sagesse. En effet, en prenant du recul, on évite les réactions excessives qui peuvent entraîner l'adoption de mesures disproportionnées et inappropriées.

D'un autre côté, il ne faut pas retarder l'adoption de mesures dont on a véritablement besoin et dont l'intérêt général dépasse les événements particuliers qui motivent leur adoption. Par ailleurs, il peut être justifié d'agir rapidement parce que la nécessité ressentie de mettre en œuvre des mesures peut s'atténuer pendant que la crise passe, ce qui peut se traduire par l'absence d'action concrète⁴⁰.

Les recommandations formulées ci-dessus reflètent les préoccupations qui ont été exprimées par rapport à la détermination du moment opportun pour la mise en œuvre de mesures. Selon les recommandations, il faut soit agir promptement, soit procéder à un examen des pratiques actuelles en matière de réglementation.

³⁹ Voir Davies : [TRADUCTION] « Il est toujours risqué d'élaborer une politique de réglementation au plus fort de la crise... Il est donc important de ne pas céder à la panique du marché en adoptant une nouvelle réglementation qui, à long terme, peut s'avérer onéreuse et désavantageuse. » Milne adopte un point de vue similaire.

⁴⁰ Voir Davies : [TRADUCTION] « Mais la durée de vie des leçons tirées des crises financières est courte. »

c) Équilibre de la réglementation

Les produits d'investissement structurés comme le PCAA font partie de la vague de produits novateurs qui a déferlé sur les marchés financiers au cours des dernières décennies. Plusieurs propositions formulées dans la présente étude auraient, si elles avaient été en vigueur à l'époque, dissuadé les sociétés d'émettre du PCAA et peut-être freiné l'innovation.

Il n'y a pas d'organisme de réglementation qui régit les hauts et les bas des titres particuliers, et il n'y a pas de raison qu'il y en ait. Le prix des titres varie en fonction de leur valeur perçue par les investisseurs. Quoiqu'il en soit, il faut des règlements et des organismes de réglementation sur le marché des titres, qui permettent d'éviter la présentation inexacte de la valeur sous-jacente d'un titre. Il faut également s'assurer que les investisseurs sont suffisamment informés pour savoir ce qu'ils achètent.

Les suggestions proposées dans le présent document sont déterminées par la possibilité et la sévérité d'une crise attribuable à des véhicules d'investissement douteux. Il reste à savoir, cependant, si le prix à payer pour donner suite à ces suggestions est trop élevé. Est-ce que cela freinerait les innovations sur les marchés financiers? Il faut bien comprendre que le PCAA dans sa forme la plus achevée était un investissement risqué, que l'on a présenté et vendu comme un placement sûr. Pris séparément, les éléments qui composent le PCAA sont très différents : titrisation, produits dérivés et levier financier. Chacun d'eux a contribué à l'efficacité des marchés financiers. Les suggestions proposées représentent-elles un compromis indésirable entre la protection des investisseurs et la vitalité des marchés financiers?

Pour répondre à cette question, il faut faire la distinction entre les différents types d'innovations financières. Nombre d'entre elles sur les marchés financiers ont permis d'améliorer l'efficacité en réduisant les coûts ou les risques liés aux transactions financières. D'autres, cependant, ont permis d'échapper à la réglementation en créant de nouveaux types de transactions qui sortent du champ d'application de la réglementation actuelle.

Les innovations qui permettent d'améliorer l'efficacité profitent tant aux utilisateurs qu'aux fournisseurs de fonds. Les effets de celles qui permettent d'échapper à la réglementation sont moins clairs. Dans certains cas, elles ont contribué à l'émergence de nouveaux produits qui échappaient aux coûts liés à une réglementation excessive ou inappropriée⁴¹. Dans d'autres cas, elles ont créé des produits financiers qui échappent complètement à la réglementation, ce qui entraîne parfois des conséquences fâcheuses.

⁴¹ Le développement des fonds communs de placement en instruments du marché monétaires aux États-Unis en est un bon exemple. Ils sont apparus en réponse au règlement Q qui imposait un plafond aux intérêts que les banques pouvaient payer sur les dépôts d'épargne. Lorsque les taux d'intérêt ont commencé à augmenter dans les années 1960, le règlement Q a créé des distorsions coûteuses sur les marchés financiers.

Dans l'examen de tout événement, il faut maintenir le même équilibre qu'exige l'enquête d'un coroner. Ce ne sont pas toutes les défaillances du marché auxquelles il faut remédier. Si un enfant se fait frapper en traversant une rue que de nombreux enfants traversent tous les jours et où la circulation est dense, il est alors justifié d'installer un feu pour piétons. Par contre, si un piéton se fait frapper par un météorite, il n'est pas justifié de dépenser des milliards de dollars pour un système d'alerte rapide ou d'imposer à tous les piétons le port d'un casque anti-météorite. Dans le choix des solutions, il faut trouver l'équilibre entre les coûts et les avantages. Il est également essentiel de déterminer si la défaillance était exceptionnelle et si elle risque de se reproduire.

Les conduits de PCAA étaient fragiles par nature et les actifs qu'ils détenaient n'ont fait qu'augmenter leur vulnérabilité. Il est peu probable que le marché du PCAA connaisse à nouveau les mêmes problèmes, néanmoins la présente étude formule des recommandations qui, si elles sont mises en œuvre, feraient mieux connaître aux investisseurs la nature du PCAA et des innovations similaires. Malgré des coûts supplémentaires pour les émetteurs, elles amélioreraient le système, tout en diminuant la sévérité des crises futures et la probabilité qu'elles se produisent.

Annexe A
Distributeurs de PCAA

Organismes de distribution	Conduits
Banque de Montréal	Opus Trust, Selkirk Funding Trust, Symphony Trust
BNP Paribas	Silverstone Trust,
CIBC – Marchés mondiaux	Apollo Trust, Apsley Trust, Comet Trust, Foundation Trust, Gemini Trust, Ironstone Trust, Opus Trust, Planet Trust, Rocket Trust, Silverstone Trust, Structured Asset Trust, Structured Investment Trust III, Symphony Trust, Whitehall Trust
Desjardins Valeurs mobilières	Apsley Trust
Deutsche Bank Securities	Apsley Trust, Opus Trust, Silverstone Trust, Symphony Trust, Whitehall Trust
HSBC Securities	Apollo Trust, Apsley Trust, Comet Trust, Gemini Trust, Opus Trust, Planet Trust, Rocket Trust, Selkirk Funding Trust, Silverstone Trust, Structured Asset Trust, Structured Investment Trust III, Symphony Trust
Banque Laurentienne - Valeurs mobilières	Apollo Trust, Apsley Trust, Comet Trust, Foundation Trust, Gemini Trust, Planet Trust, Rocket Trust, Selkirk Funding Trust, Symphony Trust
Banque nationale du Canada	Apollo Trust, Apsley Trust, Aurora Trust, Comet Trust, Foundation Trust, Gemini Trust, Opus Trust, Planet Trust, Rocket Trust, Silverstone Trust, Slate Trust, Symphony Trust, Whitehall Trust
RBC Dominion	Planet Trust
Scotia Capitaux	Planet Trust, Skeena Capital Trust, Structured Asset Trust, Structured Investment Trust III
Société Générale Securities	Apsley Trust, Foundation Trust, Opus Trust, Symphony Trust
Source : Urquhart, p. 7.	

Annexe B
Investisseurs déclarés ayant acheté du PCAA de tierce partie

Investisseurs	Montant (millions \$)
Aastra Technologies Limited	8,6
Acceleware Corp.	1,5
Air Canada	37,0
Altamira – Fonds d’investissement	1,0
APEX – Marché monétaire	1,0
ATB Financial	1 200,0
Baffinland Iron Mines Corp.	43,8
Barrick Gold Corp.	65,0
Bâtirente – Marché monétaire	1,0
Bow Valley Industries	40,0
Caisse de dépôt et placement du Québec	13 200,0
Cameco Corp.	13,0
Canaccord Capital Corp.	32,0
SCHL	257,0
Postes Canada	37,9
Postes Canada – Régime de retraite	27,0
Canfor	85,0
Comptables en management accrédités du Canada	8,7
Canadien Pacifique	144,0
Credit Union Central of British Columbia	23,0
Credit Union Central of Ontario	161,0
Mouvement des caisses Desjardins – Marché monétaire	57,0
Domtar pension fund	420,0
Dundee Corp.	400,0
First Quantum Minerals Ltd.	10,5
Genus Money Market	25,0
Global Diversified Investment Trust I	98,0
Global Diversified Investment Trust II	125,0
Goldfarb Corp.	13,0
Autorité aéroportuaire du Grand Toronto	249,0
Industrielle Alliance – Marché monétaire Clarington	40,0
Industrielle Alliance – F-R marché monétaire	3,0
Industrielle Alliance – Services financiers	66,5
Ivanhoe Mines	35,7
Le Groupe Jean Coutu	14,9
Jura Energy	12,0
La Mancha Resources Inc.	101,0
Legg Mason Canadian Money Market Fund	17,0
Matrix Money Market	2,0

MDS Inc.	37,0
Meritas marché monétaire	1,0
Miramar Mining Corp.	491,0
Banque nationale	1 263,0
Natcan – Caisse commune marché monétaire	215,0
Banque nationale – Fonds de marché monétaire	155,0
Banque nationale – Fonds de marché monétaire américain	5,0
Navcan	368,0
New Gold Inc.	158,9
Nexstar Energy Ltd.	5,0
Norsemont Mining Inc.	7,0
Northern Orion Resources	14,0
NordOuest Marché monétaire	5,0
Office ontarien de financement	700,0
Ontario Power Generation	102,6
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario	60,0
Petaquilla Copper Ltd.	12,8
Petrolifera Petroleum Ltd.	37,7
Groupe Fonds des professionnels	5,0
Investissements PSP	1 970,0
Queensland Minerals Ltd.	9,0
Redcorp Ventures Ltd.	102,2
Russel Metals	11,0
Sherritt International	59,7
Silver Standard	57,0
Société générale de financement	137,0
Strategem Capital Corp.	6,5
Sun-Times Media Group	48,0
Texsys Inc.	5,1
Transat A. T. Inc.	154,5
Université de la Colombie-Britannique	122,0
Université de Western Ontario	3,4
Université de Western Ontario – Régime de retraite	26,3
Westaim Corp.	19,7
Western Canadian Coal Corp.	5,0
Gouvernement du Yukon	36,5
Environ 1 800 investisseurs particuliers	178,0

Source : www.reportonbusiness.com, « Who invested in ABCP », 16 septembre 2007; www.reportonbusiness.com, B. Maroote, « Caisse has \$13.2-billion of ABCP », 28 novembre 2007; Urquhart, p. 8-9, et déclarations de porteurs de billets.

Bibliographie

Acheson, K., et J. Chant. « Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals: The Case of the Bank of Canada », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 5, 1973, p. 637-655.

Armstrong, J., et J. Kiff. « Titres garantis par des créances synthétiques : analyse des avantages et des risques », *Revue du système financier*, juin 2005, p. 55-63.

Baily, M., D. Ulmendorf et R. Litan. « The Great Credit Squeeze: How It Happened, How to Prevent Another », *Economics at Brookings Discussion Paper*, 2008.

Buiter, W. « Lessons from the 2007 Financial Crisis », *CEPR Policy Insight*, n° 18, 2008.

Bureau du surintendant des institutions financières Canada. *Document d'information : Le rôle du BSIF dans le dossier du PCAA*, 2008.

_____. *Allocution de la surintendante Julie Dickson, Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) du Canada, à l'intention du Comité permanent des finances de la Chambre des communes au sujet du papier commercial adossé à des actifs (PCAA)*, 16 juin 2008.

_____. *Allocution présentée par la surintendante Julie Dickson dans le cadre du Forum d'information 2008 des services financiers*, 6 mai 2008.

Committee on the Global Financial System. « Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address the shortcomings? », *CGFS Papers*, n° 32, 2008.

Chant, J. « The Regulation of Financial Institutions: A Functional Analysis », rapport technique n° 45 de la Banque du Canada, 1987.

Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR). *Deuxième rapport de CESR à la Commission européenne sur le respect du code de conduite de l'OICV par les agences de notation et sur le rôle de ces dernières en matière de produits structurés*, 2008.

Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. *The role of credit rating agencies in structured finance*, document de consultation, 2008.

Davies, H. « The Future of Financial Regulation », *Oxonia Lecture*, 2008.

DBRS. « DBRS Withdraws Ratings of Affected Trusts Under the Montreal Accord », 19 mai 2008.

DBRS. *Rating Philosophy*. Sur Internet : www.dbrs.com.

Fitch Ratings. « Asset-Backed Commercial Paper & Global Banks Exposure – 10 Key Questions », rapport spécial, 2007.

Fonds monétaire international. *Canada's Financial System Stability Assessment Update*, rapport du FMI sur les pays, n° 08/59.

_____. *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, IMF Global Financial Stability Report*, 2008.

Gibson, M. « Understanding the Risk of Synthetic CDOs », Finance and Economics Discussion Series 2004-36, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004.

Goodhart, C. « The Background to the 2007 Financial Crisis », *International Economics and Economic Policy*, vol. 4, 2008, p. 331-346.

International Organization of Securities Commissions. *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets. Final Report on the Technical Committee*, 2008.

McFarland, J., B. Erman, K. Howlett et T. Perkins. « Ordinary People, An Extraordinary Mess », *Globe and Mail*, 9 août 2008, p. B4-B5.

McNish, J. « He saw the disaster coming », *Globe and Mail*, 12 septembre 2008, p. B1.

Milne, F. « Anatomy of the Credit Crisis: The Role of Faulty Risk Management Systems », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 269, 2008.

Nichol, C. *Public and Private Uses of Credit Ratings*, Capital Markets Institute, 2005.

Office d'investissement du RPC. « Document d'information : placements de l'Office d'investissement du RPC dans le PCAA parrainé par une banque », 2007.

OICU-IOSCO, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. *Report on the Subprime Crisis: Final Report*, 2008.

OICU-IOSCO, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets: Final Report*, 2008.

Pan-Canadian Investors Committee for Third-Party Structured Asset-Backed Commercial Paper. *Information for Noteholders*, 2008. Sur Internet : www.document.eycan.com.

Partnoy, F. « How and Why Credit Agencies Are Not Like Other Gatekeepers? » dans *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, recueil préparé par Yasuyuki

Fuchita et Robert E. Litan, Brookings Institution Press et Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006. Sur Internet : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

PIMCO. « Changing on the Fly: Canadian Credit Markets », *Canadian Perspectives*, 2007.

Puffer, M. « The big freeze ABCP: Anatomy of a liquidity crunch », *Canadian Investment Review*, 2007. Sur Internet : www.investmentreview.com.

Rosengren, E., J. Peek et G. Tootel. « Does the Federal Reserve Possess An Exploitable Informational Advantage? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, 2003, p. 817-839.

_____. « Is Bank Supervision Central to Central Banking? », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, 1999, p. 629-653.

Rousseau, S. *Enhancing the accountability of credit rating agencies: the case for a disclosure-based approach*, Capital Markets Institute, 2005.

Standard & Poors. *Canadian Commercial Paper Ratings Guide*, septembre 2005.

Stigum, M. *The Money Market*, éd. rev., 1983.

The President's Working Group on Financial Markets. *Policy Statement on Financial Market Developments*, 2008.

Urquhart, D. *Another Made-in Canada Defective Investment Product*, éd. mise à jour, 2007. Sur Internet : www.steadyhand.com/Asset/iu_files/Another_Made-In-Canada_Defective_Investment_Product_-_Pensions_10022007.pdf.

Verteuil, E. « How to achieve structured product accountability », *Globe and Mail*, 30 juin 2008, p. B2.

Yumoto, M., K. Shima, H. Koike et H. Taguchi, « Financial Innovation in Major Industrial Countries » dans *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*, Y. Suzuki et H. Yomo, 1986.

Zelmer, Mark. « La réforme du processus de notation financière », *Revue du système financier*, décembre 2007, p. 53-60.