

Produits titrisés, communication d'informations et réduction du risque systémique

Scott Hendry, Stéphane Lavoie et Carolyn Wilkins*

INTRODUCTION

La titrisation représente une importante source de financement au sein de l'économie. En transformant des actifs financiers non négociables en instruments négociables, elle peut accroître l'offre de crédit au-delà de ce que peuvent mobiliser, à eux seuls, les banques et autres intermédiaires financiers¹. Pour soutenir la croissance économique future et, surtout, limiter le risque que les marchés mondiaux de la titrisation provoquent à nouveau une instabilité financière, il importe que ces marchés fassent l'objet d'une réforme et d'une relance.

On a beaucoup parlé des problèmes engendrés par les produits titrisés et de ce qu'il convient de faire pour asseoir les marchés de la titrisation sur des fondations plus solides². La solution comporte un certain nombre d'éléments : 1) une plus grande concordance des intérêts économiques en jeu dans le processus de titrisation³; 2) une réglementation

prudentielle et des normes comptables adéquates⁴; 3) des montages financiers simplifiés et harmonisés, fondés sur des créances réelles⁵ de grande qualité; 4) une documentation plus standardisée ainsi qu'une transparence et une communication accrues de l'information financière en vue de faciliter, pour les investisseurs, la compréhension et la gestion des risques inhérents aux produits titrisés. Le renforcement des obligations d'information ne représente qu'un des éléments essentiels de la réponse globale des autorités et du secteur privé à la dernière crise financière.

Le présent article traite du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et des titres de plus d'un an adossés à des actifs et émis en souscription publique au Canada (ci-après appelés « titres adossés à des actifs » ou TAA) sous l'angle particulier de la communication d'informations. Par « communication d'informations » ou « communication financière », on entend ici la publication de renseignements sur ces produits qui soient utiles pour la prise des décisions de placement, de même que l'accès à ces renseignements et la manière dont ils sont révélés. Nous n'aborderons pas les autres formes importantes de transparence, comme la communication d'informations concernant les portefeuilles de produits titrisés des banques ou la publication des prix en amont ou en aval des transactions.

Au nombre des avantages d'une communication financière adéquate figurent les suivants :

- *Protection accrue des investisseurs* — Une information plus complète favorise la prise de décisions de placement éclairées et des règles du jeu plus équitables pour les investisseurs.

* Sans engager leur responsabilité, nous remercions Anita Anand, Donna Howard et Elizabeth Woodman pour leurs remarques judicieuses.

- 1 Voir Selody et Woodman (2009), qui traitent des avantages économiques de la titrisation.
- 2 Le Conseil de stabilité financière (2009) s'est engagé à faire en sorte que les organismes de surveillance et de réglementation entreprennent les démarches suivantes en 2010 : renforcer les exigences de fonds propres pour les titrisations comme le Comité de Bâle le propose et établir des règles claires quant à la gestion des banques et à leur communication d'informations; mettre en œuvre les propositions de l'Organisation internationale des commissions de valeurs en vue de resserrer les pratiques sur les marchés de la titrisation; examiner d'autres moyens d'harmoniser les intérêts des émetteurs avec ceux des investisseurs; encourager un recours accru à la forme contractuelle qui caractérise les obligations sécurisées et qui lie l'émetteur aux instruments; enfin, appuyer la réalisation d'initiatives du secteur privé visant à uniformiser les modalités et la structure des montages de titrisation, à en réduire la complexité et à en améliorer la transparence. Voir également Selody et Woodman (2009), qui se penchent sur les lacunes du processus de titrisation et sur les façons dont elles pourraient être comblées. L'une des avenues proposées passe par une meilleure gestion des risques de la part des investisseurs.
- 3 Voir Paligorova (2009), qui examine les conflits d'intérêts entre les divers acteurs de la titrisation et les solutions éventuelles pour résoudre ces conflits.

4 Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a mis en avant diverses mesures destinées à renforcer les exigences de fonds propres pour les titrisations.

5 Par créances réelles, on entend les prêts octroyés aux ménages et aux entreprises ainsi que le crédit-bail (p. ex., les soldes de cartes de crédit et les prêts hypothécaires).

- *Efficiencia plus grande du marché* — Des renseignements plus détaillés et plus aisément accessibles réduisent les asymétries d'information, facilitent le processus d'évaluation et favorisent l'efficiencia du marché.
- *Réduction du risque systémique* — Une incertitude moindre au sujet de la valeur des actifs encourage la confiance sur les marchés et fait diminuer la probabilité que les prix affichent une volatilité injustifiée ainsi que les risques de contagion, de spirales de liquidité⁶ et de paralysie des marchés.

Les deux premiers avantages sont formulés expressément sous forme d'objectifs dans la mission de la plupart des organismes de réglementation des valeurs mobilières⁷. Les considérations liées au risque systémique ou à la stabilité financière, très importantes dans le cas des produits titrisés, ne sont pas mentionnées explicitement dans les mandats de tous ces organismes; elles se trouvent néanmoins au cœur des initiatives en matière de réforme réglementaire menées dans divers pays⁸. Les trois avantages figurent toutefois parmi les objectifs mentionnés dans les trente principes de réglementation des valeurs mobilières énoncés en 1998 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs et actualisés en 2003 (OICV, 1998 et 2003). Ces principes concernent un très large éventail de réglementations, mais l'un des messages essentiels à en retenir se résume à ceci : les avantages recherchés ne se matérialiseront que si les investisseurs ont un accès adéquat à l'information. Tout changement d'ordre réglementaire en vue de concrétiser ces avantages doit tenir compte des coûts liés à la conformité aux obligations d'information.

La première partie du présent article explique l'importance que revêt la communication d'informations, surtout dans l'optique d'une réduction du risque systémique et spécialement lorsqu'il s'agit de produits titrisés. La deuxième partie traite de la tenue du marché canadien de la titrisation pendant la crise récente et de l'influence exercée par la communication déficiente de l'information financière. La troisième partie résume les obligations d'information et les pratiques actuelles en ce qui a trait au PCAA et aux TAA émis au Canada. La quatrième et dernière partie présente des principes susceptibles de gouverner la communication d'informations sur les produits titrisés et examine des améliorations possibles à cet égard au Canada.

6 Voir Brunnermeier (2009), qui s'intéresse aux spirales de liquidité du point de vue de la liquidité de financement.

7 Voir, par exemple, l'article 276 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

8 On trouvera dans Anand (2010) une analyse de la mission de l'organisme de réglementation des valeurs mobilières et des implications de l'existence du risque systémique pour l'encadrement des marchés dispensés, des fonds de couverture et des transactions sur produits dérivés.

COMMUNICATION D'INFORMATIONS ET RISQUE SYSTÉMIQUE

Pour atténuer le risque systémique⁹, il faut réduire le risque de contagion, c'est-à-dire celui qu'un choc frappant une institution ou un segment de marché se transmette à d'autres institutions ou segments. Une source de contagion importante et cause de crises financières est la présence d'une asymétrie d'information entre les emprunteurs et les prêteurs, ou entre les acheteurs et les vendeurs de titres¹⁰. Lorsque l'incertitude s'accroît, les investisseurs parviennent difficilement à distinguer les actifs de premier ordre des créances de mauvaise qualité, et la confiance peut chuter, tout comme l'activité de placement. Une mesure judicieuse consisterait donc à faire en sorte que les investisseurs disposent de plus de renseignements, de manière à diminuer la probabilité d'une perte de confiance soudaine susceptible de déclencher une crise financière. Une telle mesure est particulièrement souhaitable dans le cas des produits titrisés comme les TAA et le PCAA. Il est impératif que les investisseurs possèdent assez de renseignements sur le produit et ses risques inhérents pour évaluer correctement sa valeur fondamentale¹¹. Ils doivent aussi avoir l'assurance qu'ils ne sont pas désavantagés sur le plan de l'information comparativement à d'autres investisseurs ou acteurs de marché, notamment les entités présentes dans la chaîne de titrisation. Certes, une communication adéquate de l'information financière ne peut à elle seule prévenir une crise, mais la non-publication de renseignements importants peut en augmenter la probabilité et l'intensité¹².

De multiples facteurs ont contribué à la récente crise du crédit, mais il n'est pas possible d'en attribuer la responsabilité principale à l'un d'eux en particulier. Néanmoins, il est clair qu'une communication déficiente de l'information y a eu sa part. Gorton (2008a et b) décrit comment la panique de 2007 découlait en grande partie du manque de renseignements aisément accessibles au sujet de la source et de l'ampleur des pertes liées à des défauts de paiement. Il avance que même les investisseurs avertis ont fait preuve d'une confiance démesurée envers des tiers (p. ex., des banques et des agences de notation financière) et n'ont pas pleinement exploité les renseignements à leur portée parce que les tranches notées AAA des produits titrisés étaient considérées comme trop éloignées du point de défaillance pour justifier le coût d'une plus grande vigilance. Même si tous les investisseurs, lorsqu'ils prenaient des décisions de

9 Le risque systémique peut être défini de plusieurs manières. Pour les besoins du présent article, il désignera tout risque qui ne se limite pas à des institutions particulières, mais qui peut au contraire se répandre dans l'ensemble du système financier et avoir des répercussions d'ordre macroéconomique.

10 Consulter, par exemple, Mishkin (1991) ainsi que Dornbusch, Park et Claessens (2000).

11 Le fait de mettre l'information à la disposition des investisseurs ne signifie pas que ces derniers l'utiliseront, mais cette étape n'en demeure pas moins essentielle. Le besoin d'information se fait particulièrement sentir en période de tensions.

12 Dudley (2009) fait valoir qu'un manque de transparence a contribué à la perte de confiance venue intensifier la crise financière.

placement avant la crise, n'avaient pas lu et mis à profit l'information communiquée sur les produits titrisés, il reste que l'information s'est révélée trop peu transparente quand des tensions ont commencé à s'exercer sur les marchés, et que ce manque de transparence a contribué à la paralysie de ces derniers. Gorton (2009) explique qu'en temps normal, à cause du surdimensionnement des actifs et du rang de priorité des tranches bien notées des effets titrisés, la probabilité de défaut de ceux-ci peut être perçue comme très faible et leur valeur être, par conséquent, insensible aux informations reçues. Cette sensibilité peut s'accroître cependant lorsque des chocs provoquent suffisamment d'incertitude quant à la distance réelle du point de défaillance. Il existe alors un risque d'antisélection contagieuse susceptible d'alimenter l'instabilité financière, et de créer une situation où le discrédit des marchés incite les opérateurs à se retirer parce qu'ils croient que les seuls opérateurs encore actifs sont mieux renseignés qu'eux et ont la capacité d'en tirer parti¹³. Il serait donc possible d'accroître la stabilité financière en veillant à ce que les participants aient tous également accès à une information suffisante¹⁴.

L'EXPÉRIENCE CANADIENNE PENDANT LA CRISE

Au cours de la crise financière amorcée en août 2007, l'émission de TAA a radicalement diminué au Canada, comme à l'étranger, et s'est pratiquement arrêtée pendant des mois. De même, l'encours du PCAA au Canada est tombé d'un sommet de quelque 120 milliards de dollars¹⁵ à environ 30 milliards en mars 2010, soit un niveau similaire à celui constaté en 1998 avant l'essor rapide qui a précédé la crise. Le vent de panique qui a soufflé sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a commencé par perturber les marchés de titrisation connexes, puis a touché d'autres marchés, en partie parce que les investisseurs avaient du mal à comprendre et à gérer les risques inhérents aux instruments qu'ils détenaient. Or cette situation était imputable notamment aux lacunes en matière de communication d'informations¹⁶.

Le marché canadien du PCAA de tiers illustre bien comment une communication insuffisante d'informations a fragilisé la protection dont jouissaient les investisseurs, contribué au risque systémique et privé ceux-ci et les organismes de réglementation des renseignements nécessaires pour

évaluer pleinement les risques associés aux titres de ce genre. Souvent, l'information donnée volontairement par certains promoteurs de PCAA venait trop tard et se révélait incomplète, opaque et difficile à décoder. Ainsi, il a fallu un certain temps avant que tous comprennent que certains des produits financiers structurés à effet de levier les plus complexes et les plus risqués sur le marché canadien se présentaient sous la forme de PCAA, jugé très peu risqué jusque-là et fréquemment acheté sur la seule base de sa notation¹⁷. Le fait que la plupart des émetteurs de PCAA aient été des banques a vraisemblablement alimenté cette perception, et les investisseurs n'ont peut-être pas su départager les différents types de PCAA apparus par la suite¹⁸. Comme les investisseurs possédaient peu de détails sur les créances sous-jacentes et leur taux de recouvrement réel lorsque se sont manifestées les premières craintes concernant les prêts hypothécaires à risque américains, ils ignoraient initialement l'ampleur véritable de leur exposition au marché américain des prêts hypothécaires à risque, et leur incertitude les incitait à tenter de vendre. Conjugué à leur compréhension imparfaite des éventualités importantes¹⁹ et à la rareté de l'information communiquée, cet état de choses a conduit à un recul généralisé de la confiance envers le PCAA de toute provenance, ce qui a contribué à la crise systémique et a causé des pertes considérables à de nombreux investisseurs.

Les problèmes que présentaient les produits titrisés liés aux prêts hypothécaires à risque américains se sont aussi propagés à d'autres marchés de TAA, en partie parce qu'on estimait ne pas disposer de l'information nécessaire pour évaluer ces produits, mais également en raison de la perte de confiance générale des investisseurs et de la baisse de leur intérêt envers tous les produits titrisés. Un autre facteur était l'incertitude quant à la manière dont ces produits se comporteraient en cas de grave ralentissement économique.

EXIGENCES ET PRATIQUES ACTUELLES

Au Canada, les obligations d'information en cas d'appel public à l'épargne reposent sur un critère d'importance relative. Tout émetteur assujéti doit communiquer de façon complète, véridique et claire tous les faits importants dans les documents accompagnant le placement initial, et il doit par la suite tenir les marchés au courant de tout changement important apporté à son activité, à son exploitation ou à

¹³ Voir, par exemple, Akerlof (1970) ainsi que Morris et Shin (2009).

¹⁴ D'autres mesures pourraient aussi potentiellement contribuer à accroître la stabilité financière, comme la publication des valeurs auxquelles les opérations sont conclues. Nous n'examinerons pas ici les avantages et les inconvénients d'une telle transparence en aval des transactions.

¹⁵ Ce montant comprend le PCAA de tiers. La quantité de PCAA bancaire a diminué par rapport à un sommet d'environ 80 milliards de dollars.

¹⁶ Elle tenait également à la confiance excessive dans les notes attribuées par les agences de notation, à la vigilance insuffisante des investisseurs et à l'inquiétude entourant la capacité des émetteurs de renouveler leur papier commercial.

¹⁷ On pourra consulter, à titre d'exemple, Kamhi et Tuer (2007a et b), qui traitent de la tenue du marché canadien du PCAA avant et pendant la crise.

¹⁸ Puisque le PCAA est un titre à très court terme, les investisseurs s'appliquaient moins à en évaluer le risque qu'ils ne le faisaient dans le cas de titres à plus long terme, comme les TAA.

¹⁹ Songeons, par exemple, à l'opacité des éventualités prises en charge par certaines lignes de liquidité, dont beaucoup au Canada comportaient une clause garantissant la liquidité seulement en cas de « perturbation générale du marché » (voir Kamhi et Tuer, 2007a). En outre, s'il est vrai que la part du lion des actifs auxquels était adossé le papier commercial de banques canadiennes n'avait aucun lien avec les prêts hypothécaires à risque américains, les acteurs de marché ne pouvaient en avoir l'assurance dans les premiers temps.

Tableau 1 : Obligations d'information relatives aux émissions de PCAA privées ou jouissant d'une dispense

	Au moment du placement	Information continue
Dispositions de la législation sur les valeurs mobilières	Les titres sont admissibles à la dispense pour les titres d'emprunt à court terme ou à celle relative à l'investisseur qualifié. Aucune obligation d'information à l'égard des investisseurs (Règlement 45-106).	Aucune obligation d'information continue pour les titres émis sur le marché dispensé par des émetteurs non assujettis.
Documents	L'émetteur doit déposer une déclaration de placement avec dispense auprès de l'organisme de réglementation s'il se prévaut de la dispense relative à l'investisseur qualifié (mais non de la dispense pour les titres d'emprunt à court terme).	Aucune obligation d'information continue pour les titres émis sur le marché dispensé par des émetteurs non assujettis.
Exhaustivité de l'information	Sans objet	Sans objet
Clarté de l'information	Sans objet	Sans objet

ses fonds propres. L'application de ce critère juridique dans la pratique exige souvent l'intervention du jugement pour déterminer quels renseignements il est important de communiquer. Dans le cas des produits titrisés, au sujet desquels une information à jour et détaillée sur les créances sous-jacentes est particulièrement utile, le critère ne satisfait pas nécessairement pleinement aux besoins continus d'information des investisseurs et des organismes de réglementation aux fins de la surveillance et de la gestion des risques. On trouvera ci-dessous une brève description des exigences canadiennes actuelles concernant le PCAA (offert sur le marché dispensé) et les TAA (offerts au public), lesquelles n'ont pas été modifiées depuis la crise financière²⁰.

PCAA

Au Canada, il est possible d'émettre du PCAA sur le « marché dispensé » en vertu de la dispense visant le placement des titres d'emprunt à court terme à condition que ce PCAA reçoive une « note approuvée » d'une « agence de notation agréée » ou bénéficie de l'une des autres dispenses possibles, notamment celle relative à l'« investisseur qualifié »²¹. Il en découle que les émetteurs de PCAA (et de papier commercial) suffisamment bien notés²² sont dispensés de la production d'un prospectus et des autres obligations d'information (**Tableau 1**), bien que la structure du PCAA soit généralement plus complexe que celle du papier commercial ordinaire²³. Les documents juridiques remis sur demande aux acheteurs de PCAA sont

nombreux, n'ont jamais été entièrement standardisés et ne sont habituellement pas présentés dans un document unique et concis résumant le tout.

Le marché de la titrisation bénéficiant d'une dispense vise principalement les investisseurs institutionnels, qui, présumait-on dans le passé, savent quels renseignements il leur faut et ont assez de pouvoir de négociation pour les obtenir. La récente crise a cependant démontré que tel n'est pas toujours le cas. Lorsque tout va bien, les investisseurs n'obtiennent ou n'utilisent pas forcément toute l'information nécessaire à la prise de décisions de placement parfaitement éclairées. L'accès à de l'information additionnelle ne garantit pas que tous les investisseurs en tireront parti ni que l'on pourra ainsi éviter une crise. Néanmoins, si elles sont bien conçues, des mesures en ce sens pourraient limiter la contagion durant les périodes de tensions.

Bien que l'émetteur ne soit pas tenu de fournir une information continue sur le rendement des actifs sous-jacents et la santé financière des parties à la transaction, la pratique a évolué de telle sorte que les promoteurs de PCAA au Canada, en règle générale, publient aujourd'hui volontairement des rapports mensuels non vérifiés à l'intention des investisseurs; ces rapports contiennent des données sur des groupes de débiteurs prédéfinis et le bloc de créances. Par ailleurs, des rapports mensuels détaillés sont publiés par les agences de notation.

TAA

La réglementation canadienne des valeurs mobilières impose des obligations d'information rigoureuses pour l'émission de TAA comparativement à celles qui existent pour l'émission de PCAA, qui bénéficie d'une dispense (**Tableau 2**). Le prospectus exigé au moment du placement doit présenter un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants. Tant que le titre est en circulation, l'émetteur est tenu de produire une notice annuelle, qui doit comporter tout renseignement susceptible d'influencer la décision d'un investisseur raisonnable qui envisage d'acheter, de vendre ou de conserver des titres de cet

²⁰ En 2008, les organismes de réglementation des valeurs mobilières, sous l'égide des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, ont entamé une consultation sur les mesures à prendre concernant le rôle du PCAA dans la crise financière et ont envisagé d'exclure ce dernier de la dispense visant le placement des titres d'emprunt à court terme. Par la suite, des comités constitués par les Autorités ont évalué et élaboré des mesures destinées à réglementer la vente de produits titrisés.

²¹ Règlement 45-106

²² Au Canada, aucun véhicule d'émission de PCAA ne possède une note inférieure au seuil établi pour la dispense, et seuls quelques émetteurs de papier commercial ne satisfont pas à ce critère.

²³ Toovey et Kiff (2003) discutent des exigences de communication financière en ce qui a trait au marché canadien du PCAA.

Tableau 2 : Obligations d'information relatives aux émissions publiques de TAA

	Au moment du placement	Information continue
Dispositions de la législation sur les valeurs mobilières	Révélation complète, véridique et claire de tout fait important dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres (voir, par exemple, l'article 13 de la loi québécoise)	- Lorsque se produit un changement important touchant son activité, son exploitation ou ses fonds propres, l'émetteur doit publier un communiqué, remplir un formulaire 51-102F3 (<i>Déclaration de changement important</i>) qu'il remet aux autorités réglementaires et déposer un rapport auprès d'elles (voir, par exemple, l'article 75 de la loi ontarienne et le Règlement 51-102) - Information périodique (Règlement 51-102)
Documents	Prospectus	- Communiqués et déclarations de changement important - États financiers annuels et intermédiaires vérifiés et rapports de gestion - Notices annuelles - Aucune obligation légale quant à la production de rapports de recouvrement mensuels
Exhaustivité de l'information	- Renseignements exigés dans tous les prospectus de placement public de titres plus obligation d'information particulière pour les TAA (rubrique 5.3 du formulaire 41-101F1) - Renseignements détaillés sur l'émetteur, les parties à la transaction et les actifs sous-jacents	- Renseignements habituels tels qu'états financiers vérifiés et certaines informations additionnelles propres aux TAA décrites à la rubrique 5.3 du formulaire 51-102F2 - Le Règlement 51-102 spécifie les obligations d'information continue - Il n'existe pas d'obligations d'information continue propres aux émissions de TAA
Clarté de l'information	- Absence de modèle uniformisé pour la présentation de l'information - Principes de rédaction en langage simple établis et publiés (rubrique 4.2 de l'Instruction générale relative au Règlement 44-101) mais non suivis en général	- Absence de modèle uniformisé pour la présentation de l'information - L'Instruction générale relative au Règlement 51-102 recommande aux émetteurs d'utiliser un langage simple, notamment : « faire des phrases courtes; utiliser des mots courants et précis; employer la voix active; éviter les mots superflus; organiser le document en sections, paragraphes et phrases clairs et concis; éviter le jargon [...] »

émetteur. La notice annuelle fournit des informations sur le bloc sous-jacent d'actifs et les facteurs qui pourraient avoir une incidence sur le moment ou le montant des paiements ou des distributions, ainsi que tout autre renseignement pertinent. De plus, dans le cas des titres ayant fait l'objet d'une souscription publique, l'émetteur doit révéler rapidement tout changement important.

Production d'un prospectus d'émission

Au Canada, les émetteurs tenus de publier un prospectus peuvent procéder de quatre manières : préparer un prospectus détaillé, un prospectus simplifié, un prospectus préalable de base suivi d'un supplément de prospectus ou encore se prévaloir d'une dispense. Notre analyse portera sur les obligations d'information ayant trait aux marchés publics, et non sur le cadre réglementaire du marché dispensé. Le prospectus simplifié se différencie essentiellement du prospectus détaillé par le fait qu'il permet d'incorporer des renseignements par renvoi à d'autres documents déjà publiés, par exemple des états financiers vérifiés. Parce que tous ces documents doivent présenter de façon complète, véridique et claire tous les faits importants, ils ne diffèrent pas sensiblement sur le plan de l'information communiquée. La plupart des émetteurs canadiens de TAA recourent à un prospectus simplifié, dont le processus d'examen est beaucoup plus rapide.

L'émetteur de TAA est tenu de fournir une description des caractéristiques importantes des titres (parties à la transaction, durée du placement et paiements afférents, nature et composition du portefeuille d'actifs sous-jacents, éventualités inhérentes, etc.). Il doit également résumer les dispositions du contrat dans des mots simples, exigence qui n'est toutefois pas respectée dans la majorité des cas, peut-être parce que la précision requise pour satisfaire à l'obligation de clarté au sens juridique pourrait souffrir d'une simplification des énoncés. De façon générale, les prospectus accompagnant l'émission de TAA comprennent les éléments suivants :

- des renseignements sur les activités de l'émetteur et l'identité des autres parties clés à la transaction (comme l'agent de recouvrement);
- des statistiques sur le rendement d'actifs de l'émetteur assimilables à ceux auxquels est adossé le titre émis;
- une description du bloc d'actifs sous-jacents sélectionnés pour cette nouvelle émission de TAA (par exemple, leur provenance géographique, la distribution des créances par tranche de taux d'intérêt);
- une description des documents juridiques liés à la création du bloc d'actifs sous-jacents et à l'émission des billets.

La troisième option, soit le dépôt d'un prospectus préalable, répartit la déclaration de l'information sur deux documents, soit le prospectus de base et le supplément de prospectus.

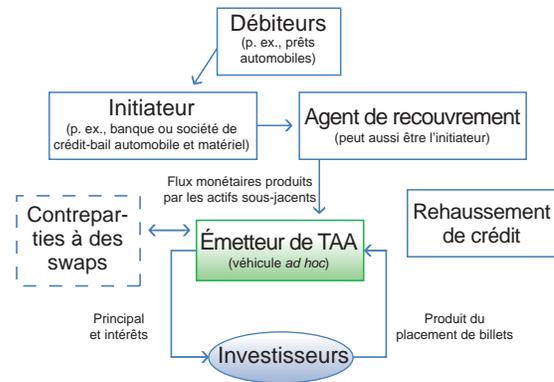
Le premier renferme les renseignements sur l'émetteur, les données sur les actifs assimilables ainsi qu'une description générique des documents juridiques généralement utilisés, mais aucune information sur le bloc d'actifs titrisés comme tel ni sur les documents juridiques ayant trait spécifiquement aux billets émis (à l'exception de ceux s'appliquant à tous les billets émis au moyen du prospectus préalable). Cette information figurera dans le supplément, qui est déposé habituellement une fois le prix de l'opération établi²⁴. À cause de la nature de l'opération et des renseignements communiqués, le supplément de prospectus qu'il faut produire pour les TAA est plus détaillé, plus long et plus important que celui requis pour le placement d'obligations de sociétés. Par conséquent, cette option pourrait convenir seulement lorsque le montage de titrisation prévoit le placement de séries multiples de billets adossés à un même panier d'actifs renouvelables (p. ex., des créances sur cartes de crédit).

Obligation d'information continue

En plus de devoir déposer un prospectus au moment du placement, les émetteurs de TAA sont assujettis à des obligations juridiques en matière d'information continue. Au Canada, la législation sur les valeurs mobilières exige la présentation d'états financiers trimestriels et d'une notice annuelle²⁵, la publication d'un communiqué et la déclaration de tout changement important dans l'activité, l'exploitation ou les fonds propres de l'émetteur. Par changement important, on entend un « changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur assujetti, dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur assujetti ». Mais les changements qui revêtent de l'importance ne sont pas les mêmes pour les TAA que pour les titres classiques, comme une obligation ou une action de société, en raison de la nature très différente de ces titres (**Figure 1**). En particulier,

- les états financiers vérifiés d'un émetteur de TAA (qu'il s'agisse d'une fiducie ou d'un véhicule *ad hoc*), bien qu'utiles, sont moins révélateurs pour les investisseurs que ne le sont ceux d'une société plaçant des obligations ou des actions, du fait qu'ils peuvent concerner une multitude d'émissions de TAA et de blocs de créances, et non uniquement les actifs sous-jacents du titre précis auquel s'intéresse un investisseur. Pour la même raison, les états financiers vérifiés d'un émetteur de TAA sont aussi d'une importance moindre pour l'investisseur que l'information disponible sur la composition et le rendement du bloc d'actifs auquel sont adossés les billets qu'il

Figure 1 : Les investisseurs ont besoin d'information sur les actifs sous-jacents et la structure des TAA offerts



détient ou que les données sur les créances individuelles composant ce bloc;

- la notice n'étant publiée qu'une fois l'an, sa pertinence est limitée pour les investisseurs à la recherche de renseignements à jour sur les fluctuations observées dans le rendement des actifs et les paiements attendus, surtout en temps de crise. De plus, ce document n'a pas à être vérifié, ce qui peut réduire sa fiabilité, du moins aux yeux des investisseurs.

Outre les états financiers et la notice annuelle, les investisseurs ont besoin à point nommé de renseignements détaillés sur le rendement des actifs sous-jacents des TAA. C'est pourquoi il arrive souvent que les émetteurs publient les rapports mensuels des agents de recouvrement faisant état de la tenue des blocs d'actifs. L'accès à ces données au sujet du rendement des actifs sous-jacents est défini dans le contrat de titrisation. Bien que cela ne soit pas requis par la loi, les prospectus encadrant une émission de TAA prévoient généralement l'envoi aux investisseurs de rapports mensuels produits par les agents de recouvrement²⁶. Cependant, le choix de l'information que renferment ces rapports est laissé à la discrétion de l'émetteur, qui n'est pas non plus tenu de la faire authentifier ou vérifier.

²⁴ En général, les investisseurs reçoivent une ébauche du supplément pendant la phase de mise en marché, mais le document ne lie pas l'émetteur juridiquement, et il peut être modifié avant son dépôt; cela est toutefois inhabituel.

²⁵ La notice annuelle n'est habituellement requise par la loi que si l'émetteur désire placer ses titres au moyen d'un prospectus simplifié, ce qui est le cas de la majorité des émetteurs de TAA.

²⁶ Un certain nombre de promoteurs déposent leurs rapports auprès du SEDAR (Système électronique de données, d'analyse et de recherche), permettant ainsi l'accès du public à ceux-ci, tandis que d'autres les affichent dans des sites Internet réservés aux investisseurs munis du mot de passe requis.

COMMUNICATION D'INFORMATIONS SUR LES PRODUITS TITRISÉS : PRINCIPES ET AMÉLIORATIONS POSSIBLES

Il convient d'évaluer les obligations d'information à la lumière des objectifs poursuivis (à savoir, protection des investisseurs, efficacité des marchés et réduction du risque systémique) et des principaux besoins de l'investisseur aux chapitres suivants :

- *Rapidité de la communication d'informations* — au moment de l'émission du titre et de façon continue jusqu'à son échéance.
- *Exhaustivité de l'information* — accès à toute l'information pertinente pour faciliter la détermination des prix et favoriser la liquidité du marché, dont : celle relative à toutes les parties à la transaction; la durée du placement; la distribution des flux monétaires; les événements déclencheurs prédéfinis et leurs conséquences; la nature, la qualité et le rendement des actifs sous-jacents; les éventualités inhérentes et les rehaussements de crédit.
- *Clarté de l'information* — recours à une terminologie uniformisée et à un langage clair dans toutes les communications.

Essentiellement, le même principe de communication rapide de tous les faits ou changements importants devrait s'appliquer à l'ensemble des titres placés sur les marchés. Mais, comme on l'a signalé précédemment, les produits titrisés diffèrent beaucoup des instruments classiques et sont généralement plus complexes, de sorte que les renseignements jugés « importants » peuvent fort bien varier eux aussi. Ces différences plaident en faveur de la formulation d'obligations d'information propres aux produits titrisés et de directives d'application claires. Les exigences minimales en la matière devraient respecter les principes gouvernant la communication d'informations relatives aux émissions publiques de TAA énoncés par l'OICV.

Ces principes, qui s'appliquent au moment du placement des titres, prévoient la publication de divers renseignements, dont²⁷ :

1. l'identité des parties concernées et leurs responsabilités respectives (arrangeur, promoteur, agent de recouvrement et fiduciaire);
2. une description des titres émis (type et catégorie, seuils de performance des actifs, taux de nantissement, notation) et des caractéristiques du montage (flux monétaires, distribution, frais, remboursement anticipé, etc.);
3. un suivi des résultats affichés par des groupes de débiteurs prédéfinis, c'est-à-dire des précisions sur les taux

de recouvrement dans le temps de créances émises à des moments différents²⁸;

4. la composition et les caractéristiques du bloc d'actifs, y compris l'information concernant les retards de paiement et les pertes;
5. les noms des principaux débiteurs;
6. les modalités des rehaussements de crédit et des autres formes de soutien;
7. l'utilisation de contrats de dérivés à des fins autres que le soutien au crédit (p. ex., noms des contreparties aux swaps de taux d'intérêt ou de devises, modalités de ces contrats, information financière sur les principales contreparties).

Bien que l'esprit des lois sur les valeurs mobilières en vigueur au Canada se conforme aux principes de l'OICV et que les prospectus accompagnant les émissions de TAA renferment la plupart des renseignements dont les investisseurs ont besoin, des progrès restent à faire. Par exemple, l'adoption d'exigences plus poussées adaptées aux produits titrisés pourrait être souhaitable compte tenu des particularités importantes de ces instruments par rapport aux titres d'emprunt classiques des sociétés²⁹. On sait par expérience, et la recherche l'a démontré (Fishman et Hagerty, 2003), que les émetteurs sont moins disposés à fournir volontairement de l'information lorsqu'ils opèrent dans des marchés complexes. Cela donne à penser que des directives plus précises pour guider la communication des renseignements relatifs aux produits titrisés seraient utiles, puisqu'il n'est pas certain que l'on obtienne, au fil du temps, une information optimale si l'on s'en remet au bon vouloir des émetteurs.

Initiatives lancées dans d'autres pays

La crise financière a incité divers pays un peu partout dans le monde à s'interroger sur la nécessité de resserrer leurs obligations d'information pour les produits titrisés³⁰. En avril 2010, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis rendait publique une vaste série de propositions détaillées visant à étendre les obligations d'information, de même que diverses autres exigences, afin de mieux protéger les investisseurs. Elle recommande en particulier d'inclure la publication de données précises sur les actifs sous-jacents et le profil des débiteurs, et de renseignements additionnels sur les initiateurs, les promoteurs et la

²⁸ Ces données peuvent aider les investisseurs à détecter des changements dans la qualité des actifs et les critères d'octroi du crédit plus facilement et plus promptement que s'ils ne disposaient que de renseignements sur le bloc de créances.

²⁹ On trouvera dans Feldman et autres (2005), notamment, une comparaison entre les obligations d'information en vigueur au Canada et aux États-Unis. Il est à noter que cette comparaison a été faite avant la publication par la SEC de révisions importantes en avril 2010.

³⁰ Pour un aperçu des initiatives en ce sens, consulter Conseil de stabilité financière (2009).

²⁷ Pour la liste complète de ces principes, voir OICV (2010).

souscription des titres. Les données sur les actifs sous-jacents devraient être soumises dans un format unique exploitable par ordinateur et accompagnées d'un logiciel de traitement des dispositions contractuelles sur les flux de trésorerie pour en faciliter l'examen par les investisseurs. Il est également proposé de mettre en place de nouveaux critères d'admissibilité aux placements effectués au moyen d'un prospectus préalable. Le projet RESTART de l'American Securitization Forum, une initiative du secteur privé, a débouché sur la rédaction de troussees standardisées pour la déclaration et la communication volontaires d'informations concernant, dans un premier temps, les titres hypothécaires résidentiels. De même, le Forum européen sur la titrisation a publié les principes qu'il préconise en matière de communication d'informations. Par ailleurs, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont chacune soumis, pour commentaires, un énoncé détaillé des obligations d'information — y compris dans certains cas des données prêt par prêt — qu'elles envisagent d'appliquer aux TAA acceptés en nantissement des crédits qu'elles octroient³¹.

Améliorations pouvant être apportées aux obligations d'information relatives aux TAA

Comme nous l'avons indiqué plus haut, les exigences canadiennes actuelles au sujet des titres adossés à des actifs pourraient être renforcées, tant au moment de l'émission que pendant toute la durée du placement³². Un aspect important concerne la présentation de l'information. Même si les prospectus relatifs à l'offre sur le marché de TAA contiennent une bonne part des renseignements nécessaires aux investisseurs, ces derniers bénéficieraient de la facilité de compréhension et de la comparabilité accrue entre émissions qui découleraient d'une plus grande uniformisation dans la présentation des documents. Cette uniformisation pourrait imposer la publication d'un court résumé décrivant de manière claire tous les éléments clés du prospectus (quelques conseils seraient donnés sur ce qui constitue un élément clé)³³.

31 En décembre 2009, la Banque centrale européenne a lancé une consultation publique sur la mise en place d'obligations d'information prêt par prêt pour les TAA dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème, et ce, en vue d'améliorer la transparence, de permettre une évaluation plus éclairée des risques et de contribuer à restaurer la confiance dans les marchés de la titrisation. Les documents consultatifs incluaient aussi des modèles de rapports proposés pour la communication d'informations sur les titres hypothécaires résidentiels (voir <http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr091223.en.html>, communiqué publié en langue anglaise seulement). La Banque d'Angleterre a annoncé le 17 mars 2010 qu'elle lançait à son tour une consultation sur le renforcement des obligations d'information relatives aux TAA admissibles en garantie de ses opérations (voir à ce sujet <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/031.htm>, communiqué publié en langue anglaise seulement).

32 La Banque du Canada pourrait ainsi adopter de nouvelles normes de transparence, fondées en partie sur les principes de l'OICV, si elle décide d'élargir la gamme des garanties admissibles pour y inclure une sous-catégorie de TAA. Elle pourrait assujettir à des obligations d'information les titres qu'elle envisage d'accepter en nantissement des avances octroyées dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités pour mieux se protéger financièrement et aussi pour donner l'exemple.

33 Beaucoup de prospectus comprennent déjà un résumé, ce qui témoigne de la valeur d'un tel document pour les investisseurs, mais l'inclusion de résumés n'est aucunement exigée par la loi; en outre, une plus grande uniformité dans leur présentation accroîtrait leur utilité.

Outre la présentation des documents, il y aurait lieu également de raffiner la teneur des informations à communiquer. Ainsi, l'OICV a inclus, dans ses principes, la publication de données sur des groupes de débiteurs prédéfinis afin de faciliter la comparaison entre les taux de recouvrement respectifs d'actifs émis à différents moments dans le temps, ce qui pourrait aider les investisseurs à repérer les modifications des normes de souscription qui, autrement, auraient pu passer inaperçues³⁴. De plus, il pourrait être utile de communiquer prêt par prêt l'information relative à certains types de TAA si celle-ci est jugée pertinente³⁵. Enfin, le niveau de détail de l'information fournie sur les diverses parties à une émission de TAA pourrait aussi être relevé pour inclure, entre autres choses, des renseignements d'ordre financier susceptibles d'aider les investisseurs à juger de la capacité de ces parties à assumer leurs obligations.

On pourrait aussi chercher à bonifier l'information communiquée pendant toute la durée du placement, d'autant plus que les principes de l'OICV au sujet des TAA n'abordent pas la question de l'information continue. Les obligations en ce sens devaient tenir compte du fait que les états financiers de l'émetteur sont moins utiles dans le cas de ces instruments qu'ils ne le sont pour les emprunts classiques des sociétés; en effet, l'investisseur a davantage besoin de renseignements détaillés sur les actifs sous-jacents au titre émis que sur l'émetteur lui-même (ainsi que nous l'avons indiqué déjà) et doit avoir accès à des rapports fréquents sur le taux de recouvrement de ces actifs. Par conséquent, à la publication de la notice annuelle il est important que s'ajoute celle de rapports mensuels certifiés produits par l'agent de recouvrement afin que les investisseurs et les autorités de réglementation soient en mesure de prendre les décisions appropriées et d'évaluer, surveiller et gérer adéquatement les risques que comportent les produits titrisés. À l'appui de cette mesure, on devrait fournir des indications quant au seuil minimal d'information importante devant être déclarée dans ces rapports, suivant les divers types de TAA, et à la présentation de cette information afin de faciliter la comparaison entre émissions.

Améliorations pouvant être apportées aux obligations d'information relatives aux PCAA

En raison de la grande complexité du papier commercial adossé à des actifs, relativement au papier commercial classique, et des risques particuliers qui y sont associés, il y a lieu de se demander si le niveau d'information requis par le régime de dispense s'appliquant actuellement aux titres

34 Cette information étant requise habituellement par les agences de notation, une telle exigence ne devrait pas imposer un coût additionnel notable aux émetteurs.

35 La communication de cette information convient davantage à certains types de produits titrisés, comme les titres hypothécaires résidentiels, qu'à d'autres — tels les titres adossés à des créances sur cartes de crédit, dont le portefeuille sous-jacent se compose de prêts à plus courte échéance, se renouvelle à un rythme nettement plus rapide et est constitué d'un nombre plus élevé de créances.

de créance à court terme convient bien au PCAA³⁶. En ce qui concerne l'élaboration d'un ensemble de normes appropriées en la matière, il est peut être utile d'examiner certains éléments des règles d'information auxquelles la Banque du Canada assujettit les programmes d'émission de PCAA qu'elle accepte en nantissement dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Ces règles ont été définies pour pallier le manque de renseignements disponibles au sujet de la structure des programmes de PCAA avant la crise. La Banque exige de recevoir dans un seul document concis, validé par le promoteur, la totalité de l'information pertinente sur ces programmes³⁷. Les renseignements requis par la Banque comprennent l'identité des principaux acteurs; l'éventail des actifs pouvant être détenus par le programme et la manière dont l'exposition aux divers actifs sous-jacents est obtenue; les caractéristiques des blocs d'actifs (p. ex., indicateurs de rendement, exposition au risque de change, méthodes de couverture); la nature des rehaussements de crédit et des lignes de liquidité; les seuils de performance des actifs et leurs conséquences pour les investisseurs; et les flux financiers du programme en question. La Banque exige également que le document soit mis à la disposition de tous les investisseurs et mis à jour promptement lorsqu'un changement important survient.

CONCLUSION

Notre rapport examine diverses questions liées aux obligations d'information relatives aux émissions canadiennes de PCAA et de TAA et fait valoir les avantages d'un renforcement et d'une application plus rigoureuse de ces obligations. La récente crise a révélé qu'un manque d'information, ou une information inadéquate, peut alimenter l'instabilité financière durant les périodes difficiles. Il semble souhaitable que les produits titrisés soient assujettis à des exigences adaptées aux particularités qu'ils présentent par rapport aux instruments d'emprunt classiques des sociétés. Les marchés de ces produits ont grandement souffert des perturbations, et plusieurs se sont même complètement arrêtés. Afin de rétablir la confiance et d'asseoir la relance des marchés de TAA sur des bases solides, il est indispensable d'élargir les obligations d'information afin que les investisseurs disposent de suffisamment de renseignements pour être en mesure de prendre des décisions éclairées.

³⁶ Le Comité permanent des organismes gouvernementaux de l'Ontario (2010) a publié un rapport dans lequel il recommande, entre autres choses, de modifier la législation de manière à soustraire l'émission de PCAA au régime de dispense actuel et de renforcer, de façon générale, les obligations d'information le concernant. Une modification en ce sens a aussi été proposée en 2008 par le groupe de travail sur les billets de trésorerie adossés à des actifs mis sur pied par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) en vue d'étudier les questions de réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit et de recommander des mesures réglementaires appropriées aux présidents des commissions de valeurs membres des ACVM.

³⁷ Pour plus de renseignements, consulter le site de la Banque à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf>.

Toutefois, cet élargissement ne représente qu'un élément de la réponse globale des autorités et du secteur privé à la récente crise financière. D'autres mesures, visant notamment la limitation des conflits d'intérêts dans la chaîne de titrisation, la simplification et l'harmonisation des montages financiers, l'application de règles prudentielles et de normes comptables adéquates, seront déterminantes pour établir les marchés de produits titrisés sur des bases plus stables. Ces mesures pourraient se renforcer mutuellement et, si elles sont correctement mises en œuvre, consolider les avantages que procureraient des obligations plus sévères en matière de transparence et de communication financière.

BIBLIOGRAPHIE

- Akerlof, G. A. (1970). « The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, p. 488-500.
- Anand, A. I. (2010). *Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation?*, document de recherche, faculté de droit et d'économie de l'Université de Toronto.
- Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2008). *Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA*.
- Brunnermeier, M. K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- Comité permanent des organismes gouvernementaux (2010). *Rapport sur les organismes, conseils et commissions : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*.
- Conseil de stabilité financière (2009). *Improving Financial Regulation: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 septembre.
- Dornbusch, R., Y. C. Park et S. Claessens (2000). « Contagion: Understanding How it Spreads », *The World Bank Research Observer*, vol. 15, n° 2, p. 177-197.
- Dudley, W. C. (2009). *Lessons Learned from the Financial Crisis*, discours prononcé à la 8^e conférence annuelle de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle, 3 juillet.
- Feldman, M., S. Knowling, R. Bailey et A. Beck (2005). *Final SEC Rule on Asset-Backed Securities and Its Implications for the Canadian ABS Market*, Torys LLP.
- Fishman, M. J., et K. M. Hagerty (2003). « Mandatory versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers », *The Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 19, n° 1, p. 45-63.

- Gorton, G. (2008a). *The Panic of 2007*, communication préparée pour le colloque économique de la Banque fédérale de réserve de Kansas City tenu à Jackson Hole, août.
- (2008b). « The Subprime Panic », *European Financial Management*, vol. 15, n° 1, p. 10-46.
- (2009). *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*, communication préparée pour le colloque sur les marchés financiers intitulé « Financial Innovation and Crisis » et tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta.
- Kamhi, N., et E. Tuer (2007a). « Le papier commercial adossé à des actifs : évolution et tendances récentes », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 24-27.
- (2007b). « Le point sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 14-17.
- Mishkin, F. (1991). « Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective », *Financial Markets and Financial Crises*, sous la direction de R. G. Hubbard, Chicago, University of Chicago Press, p. 69-108.
- Morris, S., et H. S. Shin (2009). *Contagious Adverse Selection*, document de travail, Université de Princeton.
- Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (1998). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Document public.
- (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Document public.
- (2010). *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities: Final Report*. Document public.
- Paligorova, T. (2009). « Les conflits de type mandant-mandataire dans le processus de titrisation », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 35-51.
- Securities and Exchange Commission (2010). *Proposed Rule: Asset-Backed Securities*. Internet : <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/33-9117.pdf>.
- Selody, J., et E. Woodman (2009). « La réforme de la titrisation », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 57-62.
- Toovey, P., et J. Kiff (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-51.