

La réforme de la titrisation

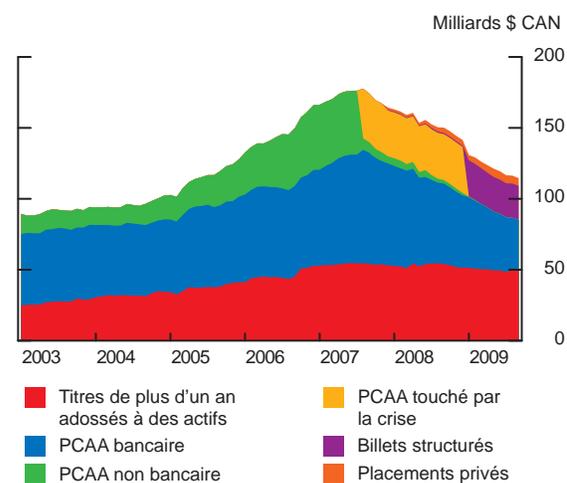
Jack Selody et Elizabeth Woodman

La titrisation est un procédé qui consiste à transformer des actifs qui ne peuvent être négociés sur les marchés financiers en instruments d'emprunt négociables adossés à ces actifs. Au Canada, la titrisation d'actifs — tels les prêts et créances de crédit-bail pour l'achat d'automobiles ou de matériel, les créances clients, les créances sur carte de crédit et les prêts hypothécaires résidentiels et commerciaux — est devenue une importante source de financement et a élargi l'éventail des possibilités de diversification offertes aux investisseurs. Avant la crise financière, l'encours du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a atteint un sommet de 120 milliards de dollars, qui représentait 50 % du volume des titres privés du marché monétaire. Les titres de plus d'un an adossés à des actifs ont culminé à 55 milliards de dollars, soit un cinquième de l'encours des obligations de sociétés. Depuis le début de la crise, cependant, l'encours des instruments adossés à des actifs a beaucoup baissé (**Graphique 1**)¹.

Pour être négociables (c'est-à-dire facilement acceptés par les investisseurs actuels et futurs), les instruments titrisés doivent satisfaire à deux critères fondamentaux. Premièrement, la qualité du crédit des actifs sous-jacents doit être certaine et prévisible afin que les investisseurs sachent ce qu'ils achètent et détiennent. Deuxièmement, la qualité du crédit de l'instrument titrisé doit être facilement et rapidement vérifiable pour que les investisseurs n'aient pas à consacrer d'efforts importants à la surveillance de leurs placements. Or, la récente crise financière a montré que, dans l'ensemble, nombre de produits titrisés ne remplissaient pas ces conditions, ce qui a causé une perte de confiance chez les investisseurs et une paralysie des marchés de la titrisation.

¹ Dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, les émissions sur les marchés de la titrisation ont chuté. Depuis, les émissions publiques de titres adossés à des actifs et de PCAA ont été rares, bien qu'il y ait eu un certain nombre de placements privés auprès d'investisseurs institutionnels du Canada et des États-Unis.

Graphique 1 : Ascension et déclin de la titrisation au Canada



Nota : Pendant la crise financière, les programmes d'émission de PCAA bancaire (c'est-à-dire le PCAA émis par les six premières banques canadiennes) ont été soutenus par leurs promoteurs. Dans le cas du PCAA non bancaire, les promoteurs dépendaient du soutien de tiers. Le PCAA touché par la crise a été gelé aux termes de l'accord de Montréal; il a ensuite été restructuré (échangé contre des billets structurés) grâce aux efforts du comité pancanadien des investisseurs. Pour avoir plus de précisions, voir Chant (2008).

Source : DBRS

Dernière observation : septembre 2009

Le rétablissement de cette confiance et la reprise des marchés nécessiteront une action coordonnée de la part des participants du secteur, des investisseurs et des organismes de réglementation, au Canada et dans les autres pays. L'incertitude entourant la qualité du crédit ne reculera de façon marquée et la nécessité d'exercer une surveillance ne diminuera que si la conception des produits titrisés s'améliore : il faudra que les opérations de titrisation soient structurées de manière à être moins complexes et opaques et à assurer la cohérence des incitations des différents acteurs de la chaîne d'intermédiation (Paligorova, 2009;

Fender et Mitchell, 2009). De plus, même si la titrisation peut procurer des avantages à l'économie et au système financier en accroissant l'offre de crédit et en atténuant la concentration des risques, la crise financière qui a débuté en août 2007 est venue rappeler qu'une innovation bénéfique de ce type peut devenir une source d'instabilité financière si les pratiques de l'industrie et la réglementation sont devancées par les changements.

LES AVANTAGES ÉCONOMIQUES DE LA TITRISATION

Les avantages de la titrisation pour l'économie découlent en grande partie de la conversion d'actifs financiers non négociables en instruments négociables détenus par des tiers, laquelle a pour effet d'élargir l'offre potentielle de crédit et de réduire la concentration des risques. Lorsqu'un plus grand volume de financement est disponible, les contraintes de crédit s'assouplissent et le potentiel de production de l'économie augmente. En outre, comme les possibilités de diversification des portefeuilles s'améliorent, le système financier peut gérer les risques avec plus d'efficacité.

La titrisation accroît l'offre de crédit parce que les établissements financiers promoteurs n'ont pas besoin de détenir de fonds propres (des réserves, dans le cas des entités non bancaires) pour couvrir les pertes éventuelles sur les prêts qui deviennent titrisés^{2,3}. Ils peuvent au contraire affecter ce capital (ces réserves) à d'autres fins productives telles que l'octroi de prêts, ce qui fait baisser les coûts d'intermédiation et amplifie l'offre de crédit. De plus, dans la mesure où ces institutions peuvent ainsi financer leurs activités de manière plus efficiente, elles réduisent leurs coûts de fonctionnement.

La titrisation améliore aussi la capacité des investisseurs à prendre des risques ainsi que leur propension à cet égard, car la négociabilité de ce type d'instrument leur permet de rééquilibrer au besoin les risques inhérents à leurs portefeuilles. Par ailleurs, la qualité du crédit peut être configurée de façon à mieux cadrer avec les besoins particuliers des investisseurs; on peut, par exemple, rehausser le crédit par divers moyens (comme le regroupement de créances et le surnantissement) pour que le rendement du produit titrisé soit moins sensible à celui des prêts individuels⁴. La titrisation permet en outre de doter divers instruments adossés

à des actifs de caractéristiques de risque différentes, afin qu'ils puissent être placés auprès des entités les plus aptes à supporter un risque donné. La capacité du système financier à gérer les risques se trouve par conséquent renforcée. La négociabilité et la spécialisation plus poussée facilitent la gestion des risques, puisque les investisseurs ne doivent, en principe, assumer que les risques qu'ils comprennent et qu'ils peuvent les mieux maîtriser.

Avant la crise survenue récemment, la titrisation était largement considérée comme bénéfique parce qu'elle renforçait la résilience du système financier en transférant le risque de crédit à un large éventail d'acteurs capables de le gérer (Shin, 2009). Depuis, on souligne plutôt la fragilité engendrée par les conflits d'intérêts liés au processus de titrisation (Paligorova, 2009). Les deux points de vue se défendent. Comme pour toute innovation financière adoptée à grande échelle, le succès de la titrisation dépend des avantages économiques qu'on lui prête. Mais ces avantages ne pourront pas se concrétiser à moins que les pratiques du secteur et la réglementation n'évoluent pour faire en sorte que les nouveaux instruments soient aussi sûrs qu'efficaces.

POURQUOI LA TITRISATION PEUT-ELLE AVOIR UN EFFET DÉSTABILISATEUR?

Pour que la titrisation offre des avantages durables, les investisseurs qui achètent des titres adossés à des actifs doivent comprendre — afin d'être plus à même de les gérer — les risques que ces produits impliquent. C'est pourquoi il est indispensable de réduire la complexité de ces titres, d'introduire si possible une standardisation plus poussée et de renforcer la transparence et la communication d'informations. Pour ce faire, tous les agents qui participent au processus (emprunteurs, initiateurs, arrangeurs, agences de notation, gestionnaires d'actifs, rehausseurs de crédit, fournisseurs de liquidité et promoteurs) doivent être dûment incités à mettre au point des produits titrisés qui se comportent conformément aux attentes.

Les conflits d'intérêts

Le fait qu'il existe un risque d'antisélection est à l'origine de conflits touchant de nombreux aspects du processus de titrisation, où il est avantageux pour un participant d'agir dans son propre intérêt plutôt que dans celui de l'investisseur principal⁵; il en est ainsi, par exemple, lorsque l'initiateur des prêts possède plus de renseignements sur la qualité des emprunteurs que l'arrangeur qui groupe les créances et découpe l'émission en tranches, ou lorsque ce dernier est mieux informé quant à la qualité des prêts

2 Les banques doivent maintenir des fonds propres pour couvrir les pertes imprévues sur les prêts consentis, et les autres entités financières, des réserves pour éponger leurs pertes sur prêts. La titrisation ne nécessite le maintien ni des uns ni des autres, puisque le risque de perte est transféré à une tierce partie indépendante. En revanche, si une banque ou autre institution financière détient une participation dans l'instrument titrisé ou offre aux acheteurs une garantie conditionnelle implicite, elle devra conserver des fonds propres ou des réserves afin de protéger les parties intéressées relativement à des obligations futures.

3 Le niveau des fonds propres n'est pas ramené à zéro si l'initiateur ou promoteur entretient toujours un lien (même implicite ou conditionnel) avec les titres.

4 On peut aussi transférer le risque de défaut en concluant des swaps sur défaillance ou encore structurer l'opération de manière à ce que la tranche la mieux notée ait un droit prioritaire sur les revenus. Voir Paligorova (2009).

5 Il y a antisélection quand l'une des parties engagées dans le processus de titrisation est mieux informée que l'autre, ce qui peut être le cas à différentes étapes du processus. Ashcraft et Schuermann (2008) ainsi que Paligorova (2009) analysent le phénomène d'antisélection et les autres types de conflit mandant-mandataire (*agency conflict*) propres à la titrisation.

qu'une tierce partie comme l'agence de notation qui est chargée d'évaluer les produits. Dans le modèle d'octroi puis de cession du crédit, où des prêts sont accordés à la seule fin d'être titrisés, une telle asymétrie d'information rend possible la titrisation de prêts de qualité inférieure, car rien n'incite vraiment l'initiateur à écarter ces prêts. La non-concordance ou la faiblesse des incitations peuvent saper la solidité des produits titrisés, parce qu'elles rendent avantageuse la communication de renseignements incomplets ou déformés.

Une autre situation avérée de conflit d'intérêts concerne précisément le double rôle que les agences peuvent jouer dans la notation des produits structurés, notamment des titres adossés à des actifs. Celles-ci peuvent en effet offrir des conseils sur la structuration d'un produit qui permettra d'obtenir la notation désirée, et elles peuvent ensuite être appelées à évaluer le produit. Il y a conflit d'intérêts si la même entité paie une agence à la fois pour attribuer une note et pour donner des conseils sur la manière de l'obtenir. Dans ce cas, il est possible que l'agence soit peu motivée à communiquer avec transparence ses méthodes, ses hypothèses et les données qu'elle a utilisées en vue d'établir la note. Les investisseurs et les organismes de réglementation ont pourtant besoin de cette information pour gérer et maîtriser les risques. Par ailleurs, le double rôle des agences pourrait avoir encouragé le « panachage », c'est-à-dire la pratique consistant pour l'émetteur à obtenir, auprès de plusieurs agences, une notation préliminaire, pour ne divulguer et ne payer que la plus élevée (Fonds monétaire international [FMI], 2009).

Perte de négociabilité en période de tensions

Parce qu'ils sont souvent très complexes et, par là même, difficiles à évaluer, les instruments d'emprunt adossés à des actifs peuvent devenir non négociables en période de tensions. En général, les marchés sur lesquels s'échangent des produits complexes ne fonctionnent pas bien en situation de forte incertitude, car des événements inattendus peuvent avoir des effets imprévisibles importants sur la valeur de ces titres. Les acteurs des marchés sont alors réticents à acheter de tels titres parce qu'ils craignent de faire des erreurs d'évaluation et de ne pouvoir les revendre par la suite à un prix similaire ou supérieur. La complexité des instruments titrisés comporte plusieurs aspects. Le premier est le problème de l'antiselection (évoqué ci-dessus), qui peut se poser si l'on a artificiellement ajouté de la complexité au produit pour dissimuler les effets d'une asymétrie des incitations. Le deuxième est le recours à des structures de tenue de marché qui ne fournissent aucune information publique au sujet des valeurs négociées. Un troisième aspect est l'absence de normes uniformes encadrant les accords juridiques, les participants aux transactions et les méthodes de montage des opérations. La complexité et l'incertitude qui en résultent risquent de faire perdre aux instruments adossés à des actifs leur négociabilité en période de tensions, entraînant de la sorte la défaillance

des marchés au moment même où leur bon fonctionnement est essentiel à une gestion efficace des risques.

Une réglementation prudentielle déficiente

L'arbitrage réglementaire est possible lorsque la réglementation prudentielle ne tient pas compte adéquatement des créances éventuelles implicites. Si l'on fait abstraction de celles-ci, on a tendance à présumer que le risque pour le système financier disparaît une fois les actifs titrisés et effacés du bilan du prêteur initial. C'est pour cette raison que la détention de fonds propres n'est pas exigée, alors même que l'initiateur ou le promoteur conserve de fait une responsabilité partielle à l'égard de l'instrument⁶. Ainsi, lorsque les marchés de la titrisation se sont grippés et que les valeurs ont diminué, le système financier a été ébranlé par la mise au jour de créances non communiquées, à l'égard desquelles les institutions financières avaient toujours des obligations mais n'avaient pas accumulé de fonds propres — ce qui a amené les investisseurs à s'interroger sur la valorisation des actions de ces institutions.

Des normes comptables dépassées

Des normes comptables obsolètes⁷ favorisent la publication d'états financiers trompeurs; ainsi, en ce qui a trait aux expositions aux produits titrisés, les normes d'information n'ont pas évolué au gré de la complexification de ces produits. D'une part, les règles comptables permettent de sortir du bilan les expositions implicites au risque de titrisation et, donc, de ne pas les communiquer aux investisseurs ni aux organismes de réglementation. D'autre part, les règles régissant la présentation des risques au bilan ne sont pas suffisamment sophistiquées pour prendre en compte l'hétérogénéité et la complexité des produits titrisés, de sorte qu'une bonne partie de l'information dont les investisseurs ont besoin pour apprécier les risques spécifiques à un titre n'est pas dévoilée. En période de tensions financières, ce manque de transparence peut susciter des doutes quant à la qualité du crédit des contreparties et provoquer ainsi l'illiquidité des marchés et la volatilité des évaluations. Or, dans les cas où les règles comptables imposent l'utilisation de techniques d'évaluation à la juste valeur de marché, cette volatilité peut mettre à mal le bilan des intermédiaires financiers qui détiennent des instruments d'emprunt adossés à des actifs à des fins de transaction.

L'AMÉLIORATION DE LA TITRISATION

De façon générale, les recommandations qui visent la relance des marchés de la titrisation s'articulent autour des objectifs suivants : limiter les conflits d'intérêts et faire converger les incitations au sein du processus de titrisation,

⁶ De nombreuses autres possibilités d'arbitrage réglementaire dans le cadre de Bâle I ont été supprimées dans Bâle II. Voir FMI (2009).

⁷ La présente section s'inspire des travaux du FMI (2009).

pour ainsi réduire la complexité des instruments d'emprunt adossés à des actifs et améliorer la transparence et la négociabilité des produits titrisés en période de tensions financières. Pour que l'activité de titrisation profite davantage au système financier, la standardisation se doit d'être accrue. D'après Swann (2000), celle-ci est un moyen d'habilitation des marchés et fait partie de l'infrastructure qui sous-tend une croissance mue par l'innovation.

Limiter les conflits d'intérêts

De nombreuses propositions ont été formulées afin de limiter les conflits d'intérêts éventuels (et autres problèmes) liés au rôle des agences de notation. On a suggéré notamment d'amoindrir le rôle des notations dans la réglementation, ce qui pousserait les investisseurs à exercer leur propre devoir de diligence raisonnable, et d'instaurer le principe de l'investisseur-payeur. Zelmer (2007) avance que l'application d'un tel principe pourrait nuire à la qualité des notations en réduisant le nombre d'investisseurs qui y auraient accès, par exemple, ou en gênant le financement de la recherche dans les agences de notation. Des mesures visant à accroître la transparence des méthodes de notation, à encourager une plus grande communication de l'information utilisée et à imposer une échelle de notation distincte pour les produits structurés permettraient de réduire les conflits d'intérêts et d'améliorer la qualité des notations. Les questions soulevées par le rôle des agences de notation dans la crise financière, notamment en ce qui concerne les conflits d'intérêts éventuels dans la notation des produits financiers structurés, ont fait l'objet d'un rapport de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV, 2008a); des éléments de solution sont décrits dans le code de conduite des agences de notation de l'OICV (OICV, 2008b), récemment mis à jour.

Pour améliorer la convergence des incitations, on peut envisager d'obliger l'émetteur d'un nouvel instrument d'emprunt à en conserver une portion et donc à supporter une part des risques afférents⁸. Un partage adéquat des risques encouragerait les émetteurs à appliquer les contrôles diligents appropriés envers les initiateurs de prêts, à suivre en permanence le comportement de ces derniers, voire à obtenir d'eux des assurances quant à la qualité des créances et au processus d'octroi des prêts. L'efficacité d'un tel partage dépendrait non seulement de la taille de la portion retenue, mais aussi de sa configuration. Ainsi, les initiateurs pourraient être tenus de garder des parts égales de chacune des tranches du montage ou l'intégralité d'une tranche donnée, comme celle de premières pertes ou la tranche mezzanine. Ce type de réforme impose la prudence, car, selon certaines analyses, il pourrait entraîner des coûts inattendus et, partant, entraver les efforts de redémarrage des marchés de la titrisation sur des bases plus viables⁹. Si, par exemple, les exigences de conser-

vation sont trop faibles, l'incitation à sélectionner les emprunteurs risque d'être insuffisante, mais, si elles sont trop élevées, la titrisation pourrait perdre son attrait comme source de financement économique.

Réduire la complexité des instruments titrisés

Si les instruments sont trop complexes, leurs détenteurs auront du mal à comprendre et à gérer les risques qui leur sont attachés. Pour remédier à la situation, on peut exiger des émetteurs qu'ils adoptent des normes communes pour le montage des opérations, qu'ils utilisent des documents, des termes et des accords juridiques standards et qu'ils s'abstiennent de recourir à des techniques inusitées de rehaussement de la qualité du crédit. S'entendre sur un jeu de normes unique ne sera pas chose facile, et il sera peut-être nécessaire d'intégrer des mesures d'encouragement à la réglementation, car il est peu probable que les bienfaits de la standardisation rejaillissent également sur toutes les parties.

On peut freiner la propension à créer des produits complexes en éliminant les possibilités d'arbitrage réglementaire et en incitant émetteurs et investisseurs à prendre la juste mesure de l'ensemble des risques associés aux produits titrisés, que ces derniers figurent ou non au bilan. Il importe cependant de bien orchestrer les changements devant être apportés à la réglementation de la titrisation et aux règles comptables ainsi que les efforts de standardisation afin de limiter le plus possible le risque d'effets indésirables, surtout ceux qui pourraient neutraliser les avantages de la titrisation.

La capacité des investisseurs à saisir les risques inhérents aux instruments d'emprunt adossés à des actifs bénéficierait d'une communication et d'une transparence accrues de l'information sur les prêts qui font partie du bloc de titrisation et sur les éléments qui permettent d'évaluer la qualité du crédit, comme la structure du produit, la rémunération de l'émetteur ou la conservation des risques. Une telle information faciliterait aussi le travail des agences de notation, en plus de pousser les investisseurs à faire appel à des conseils d'experts pour éclairer leur propre jugement dans le cadre de leur devoir de diligence raisonnable. Il serait possible d'affiner l'estimation du risque de contrepartie en révisant les normes comptables de façon à ce qu'elles prennent en compte les créances contingentes, les passifs hors bilan et le caractère parfois imparfait des évaluations fournies par les marchés.

Améliorer la négociabilité

Les changements décrits ci-dessus auraient également pour effet d'accroître la négociabilité. Pour aller encore plus loin dans cette voie, on pourrait envisager que tous les participants obtiennent l'accès à la même information et que les places de négociation rendent publiques les valeurs auxquelles les opérations sont conclues.

8 Voir FMI (2009) et OICV (2009).

9 Ce sujet est analysé en détail dans Fender et Mitchell (2009).

LES PROGRÈS DE LA RÉFORME DES MARCHÉS CANADIENS DE LA TITRISATION

Pour que la titrisation devienne une forme d'intermédiation stable dans le monde, il faut une réforme ambitieuse et concertée qui s'attaque aux problèmes de fond que sont les conflits d'intérêts, la complexité des produits et le manque de négociabilité en période de tensions. En outre, les investisseurs doivent s'acquitter plus activement de leur devoir de diligence raisonnable. Des réformes visant l'amélioration de la transparence et de la communication d'informations aideraient les investisseurs à discipliner les marchés. Au Canada, la réforme des pratiques de titrisation a commencé à progresser en ce sens. Elle devrait s'amplifier avec le temps, à mesure que diverses initiatives proposées par les normalisateurs internationaux seront menées à bien. Au nombre de celles-ci, mentionnons les améliorations apportées au dispositif d'adéquation des fonds propres des banques (Bâle II)¹⁰, la révision des normes comptables internationales applicables au traitement hors bilan des titrisations et les propositions de l'OICV en vue de resserrer les pratiques sur les marchés de la titrisation¹¹. Dans un récent rapport destiné aux dirigeants du G20 (CSF, 2009), le Conseil de stabilité financière se déclare favorable à ces initiatives et exhorte les autorités à mettre en œuvre diverses mesures propres à relancer les marchés de la titrisation sur des fondements plus viables. Toutefois, comme il a été souligné dans FMI (2009), il faut auparavant obtenir l'assurance que l'interaction de ces initiatives ne se révélera pas contre-productive.

Au Canada, les effets déstabilisants du manque de transparence et d'information, ajoutés au degré élevé de complexité des produits titrisés, sont apparus avec évidence sur le marché du PCAA. Contrairement aux titres de plus d'un an adossés à des actifs, le PCAA est émis sans prospectus d'accompagnement et n'est donc soumis à aucune exigence réglementaire de transparence et de communication. Il y a donc asymétrie de l'information entre investisseurs et émetteurs, ces derniers négligeant parfois de diffuser des renseignements importants tels que la composition et la nature des actifs sous-jacents (à l'émission des instruments et tout au long de leur durée de vie). Depuis la crise, des progrès considérables ont été réalisés au chapitre de la transparence et de la communication relativement aux programmes canadiens d'émission de PCAA.

10 À savoir, entre autres, le renforcement des exigences de fonds propres pour les produits titrisés, l'augmentation des coefficients de pondération des risques applicables aux retitrisations, l'obligation faite aux banques de mener des analyses de crédit plus rigoureuses des produits titrisés notés à l'externe et l'amélioration de la communication de l'information relative aux positions de titrisation. Voir le document intitulé *Enhancements to the Basel II Framework*, daté de juillet 2009, à l'adresse <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>.

11 Ces propositions visent notamment à accroître la transparence des émissions publiques de titres adossés à des actifs et à améliorer la gouvernance et la transparence des agences de notation. L'OICV a également recommandé aux autorités de réglementation d'aborder les problèmes des marchés de la titrisation selon trois axes : mauvaises incitations; pratiques inadéquates de gestion des risques; structure réglementaire et questions de surveillance. Voir OICV (2009).

Ainsi, la Banque du Canada a introduit des exigences de transparence et des critères de qualité minimaux pour le PCAA accepté en garantie dans le cadre de ses mécanismes d'octroi de liquidités¹². Par ailleurs, les promoteurs bancaires démontrent plus de transparence, et les agences de notation ont pris des mesures afin d'améliorer la transparence et l'information fournie à l'égard du PCAA et des titres de plus d'un an adossés à des actifs. Il convient également de signaler que les rapports de l'agence DBRS sur le PCAA comprennent maintenant des relevés mensuels des opérations individuelles¹³.

Le gouvernement fédéral a annoncé en janvier 2009 qu'il mettrait sur pied la Facilité canadienne de crédit garanti pour acheter, à concurrence de douze milliards de dollars, des titres de plus d'un an adossés à des prêts et contrats de crédit-bail portant sur des véhicules et du matériel¹⁴. Ce programme temporaire a notamment pour but de favoriser le renouvellement de la participation et de la confiance des investisseurs à l'égard du marché canadien des titres adossés à des actifs liés au financement de tels biens¹⁵, entre autres par l'établissement d'une terminologie et de documents standards. Les prospectus d'émission de titres de plus d'un an adossés à des actifs étant obligatoires, ils doivent répondre aux mêmes exigences de transparence et de communication que les autres prospectus d'émission de titres, mais ils sont parfois exagérément longs, complexes et difficiles à comprendre. On pourrait accroître leur transparence en simplifiant et en standardisant leur structure et leur terminologie, pour ainsi faciliter le travail de diligence raisonnable des investisseurs et, peut-être, réduire la dépendance par rapport aux notations. Il n'en demeure pas moins que c'est aux investisseurs qu'il revient de déterminer quel degré de diligence ils doivent exercer pour prendre des décisions avisées.

Sous l'égide des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, les organismes chargés de la réglementation de ce secteur ont entamé une consultation sur les mesures à prendre concernant le rôle du PCAA dans la crise financière¹⁶. Il y est question de la définition de l'investisseur qualifié, d'une éventuelle modification de la dispense actuelle de prospectus et d'inscription pour les titres d'emprunt à court terme — de manière à en exclure le PCAA —, de l'utilisation des notations dans la législation sur les valeurs mobilières et de l'introduction d'un cadre

12 Voir http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2008/not310308-f.html.

13 Voir le document intitulé *DBRS Initiatives to Enhance the Quality and Transparency of Its Rating Process*, daté du 5 mars 2009, à l'adresse <http://www.dbrs.com/research/227113>.

14 Voir <http://www.budget.gc.ca/2009/plan/bpc3a-fra.asp>.

15 Voir le document intitulé *Consultation sur la nouvelle Facilité canadienne de crédit garanti*, à l'adresse http://www.bdc.ca/fr/about/federal_budget_2009/cscf/Consultation.htm.

16 Ce document, intitulé *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*, daté d'octobre 2008, est accessible à l'adresse http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/projets-speciaux/turbulence-credit/11-405_ABCP_Cons_Paper_2008-10-10_fr.pdf.

réglementaire des agences de notation. Comme il est énoncé dans le document de consultation, ce cadre réglementaire requerrait la conformité au code de conduite révisé de l'OICV et conférerait aux organismes de réglementation des valeurs mobilières le pouvoir d'exiger des agences de notation qu'elles modifient leurs pratiques et leurs procédures. Chaque autorité provinciale aurait l'obligation d'obtenir les modifications législatives voulues pour pouvoir réglementer les agences de notation, mais, en définitive, cet encadrement relèverait vraisemblablement de l'autorité nationale qu'il est proposé d'instituer. Un document de consultation devrait être présenté à des fins de discussion d'ici la fin de l'année, l'objectif étant une mise en œuvre en 2010.

DBRS est la seule agence de notation d'importance établie au Canada, et elle est aussi assujettie à la réglementation de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Comme Moody's, Fitch Ratings et Standard & Poor's — les trois principales agences américaines qui notent les produits titrisés canadiens —, DBRS suit en très grande partie les dispositions du code de conduite récemment révisé de l'OICV. Sur la scène internationale, les agences de notation ont pris un certain nombre de mesures visant à rétablir la confiance dans leurs méthodes de notation des instruments de crédit structurés; elles ont notamment amélioré leurs communications au sujet de leurs méthodes et élaboré des moyens additionnels de fournir de l'information sur la notation des produits financiers structurés. Toutefois, elles n'ont pas introduit d'échelle de notation distincte pour les produits structurés, ainsi que le G20 le recommandait.

Le Canada s'est engagé à faire la transition entre les principes comptables généralement reconnus et les Normes internationales d'information financière (normes IFRS) d'ici 2011. Les propositions actuelles de modification de la norme IAS 39 (*Instruments financiers : comptabilisation et évaluation*) concernant le traitement hors bilan des titrisations donnent à penser que les instruments canadiens admissibles à ce traitement seront rares, sinon inexistants. En fait, les promoteurs de programmes d'émission de titres adossés à des actifs devront probablement consolider ces produits à leur bilan. Ces changements éventuels, conjugués à d'autres tels que l'imposition d'exigences accrues en matière de fonds propres et de conservation, sont de nature à transformer en profondeur les aspects économiques de la titrisation, rendant celle-ci plus coûteuse pour les emprunteurs.

En conclusion, on ne saurait avoir des marchés de la titrisation stables et viables sans un effort concerté des divers intervenants, dont l'industrie elle-même, les organismes de réglementation et les normalisateurs. La relance de ces marchés sur des bases plus solides semble également passer par le leadership du secteur public et son action coordonnée. La concertation est essentielle si l'on veut que les réformes soient pertinentes — c'est-à-dire qu'elles contribuent à la hausse de la transparence et de

la standardisation ainsi qu'à la simplification des structures — et que leur interaction soit favorable, et non nuisible, au redémarrage de la titrisation.

BIBLIOGRAPHIE

- Ashcraft, A., et T. Schuermann (2008). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 318.
- Chant, J. (2008). *La crise du PCAA au Canada : incidence sur la réglementation des marchés financiers*, Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières. Internet : <http://www.expertpanel.ca/documents/research-studies/The%20ABCP%20Crisis%20in%20Canada%20-%20Chant.French.pdf>.
- Conseil de stabilité financière (CFS) (2009). *Improving Financial Regulation: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 septembre.
- Fender, I., et J. Mitchell (2009). « The Future of Securitisation: How to Align Incentives? », *BIS Quarterly Review*, septembre, p. 27-43.
- Fonds monétaire international (2009). « Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls », *Global Financial Stability Report*, octobre, p. 77-116.
- Organisation internationale des commissions de valeurs. Comité technique (2008a). *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets: Final Report*, mai. Internet : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>.
- (2008b). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, mai. Internet : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.
- (2009). *Unregulated Financial Markets and Products: Final Report*, septembre. Internet : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>.
- Paligorova, T. (2009). « Les conflits de type mandant-mandataire dans le processus de titrisation », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 35-51.
- Shin, H. S. (2009). « Securitisation and Financial Stability », *The Economic Journal*, vol. 119, n° 536, p. 309-332.
- Swann, G. M. P. (2000). *The Economics of Standardization*, Manchester Business School, Université de Manchester. Rapport final destiné à la Direction des normes et des règlements techniques, ministère du Commerce et de l'Industrie, Royaume-Uni.
- Zelmer, M. (2007). « La réforme du processus de notation financière », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 53-60.