



Étude du cadre réglementaire applicable aux sociétés membres de l'OCRCVM, examen et recommandations concernant la création et le placement de papier commercial adossé à des créances émis par des tiers au Canada

Octobre 2008

TABLE DES MATIÈRES

ABRÉVIATIONS UTILISÉES DANS LE RAPPORT	VI
GLOSSAIRE	VIII
PRÉFACE	XII
RÔLE DE L'ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES (« OCRCVM »)	XII
APERÇU DU RAPPORT	XII
OBJECTIF DU RAPPORT	XIV
INTRODUCTION	XV
POSITIONS DE CLIENTS DE DÉTAIL AUPRÈS DE COURTIERS MEMBRES DE L'OCRCVM.....	XVI
RÉACTION DE L'OCRCVM À LA CRISE DE LIQUIDITÉ ATTRIBUABLE AU PCAC	XVII
PARTIE I ÉTUDE SUR LA RÉGLEMENTATION	XVIII
1. LE PCAC SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE CANADIEN	1
INSTRUMENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE.....	2
FIXATION DU PRIX D'INSTRUMENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE	3
2. QU'EST LE PAPIER COMMERCIAL ADOSSÉ À DES CRÉANCES?	3
DESCRIPTION	3
RISQUES LIÉS AU PCAC	6
AMÉLIORATION DES MODALITÉS DE CRÉDIT	6
SOUTIEN AUX LIQUIDITÉS	7
3. PROGRAMMES DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS	8
ÉLABORATION DES PROGRAMMES DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS	8
CROISSANCE DU MARCHÉ MONDIAL DES INSTRUMENTS DÉRIVÉS DE CRÉDIT	9
TITRES GARANTIS PAR DES CRÉANCES	11

TGC SYNTHÉTIQUES ET HYBRIDES	12
TGC FINANCÉS ET NON FINANCÉS	13
NOTES DE CRÉDIT DES TGC	14
PROGRAMMES DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS ET BILLETS SUPRAPRIORITAIRES AVEC LEVIER FINANCIER	17
EFFETS DE L'UTILISATION DE TGC PAR DES PROGRAMMES DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	19
4. CONVENTIONS DE LIQUIDITÉS DE TYPE CANADIEN	20
ORIENTATION FÉDÉRALE SUR LES FACILITÉS DE SOUTIEN AUX LIQUIDITÉS	20
POSITION DES AGENCES DE NOTATION AMÉRICAINES À L'ÉGARD DES CONVENTIONS DE LIQUIDITÉS DE TYPE CANADIEN	22
PROJET DE PRÉAVIS DU BSIF DE JUIN 2008.....	24
VARIATIONS DES CRITÈRES APPLICABLES À LA PERTURBATION GÉNÉRALE DES MARCHÉS UTILISÉS DANS LES CONVENTIONS DE LIQUIDITÉS	25
5. NOTES DE CRÉDIT	27
PROCESSUS DE NOTATION DU CRÉDIT	28
ÉCHELLE DE NOTATION	29
SURVEILLANCE PERMANENTE DES NOTES DE CRÉDIT	30
PRÉAVIS DE DBRS DE NOVEMBRE 2006.....	30
MODIFICATION DES EXIGENCES À L'ÉGARD DES CONVENTIONS DE LIQUIDITÉS	31
6. COMPENSATION, RÈGLEMENT ET GARDE DU PCAC	31
PROCESSUS	31
7. PROMOTEURS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	35
AFFILIATION IMPORTANTE OU PARTICIPATION À L'ÉGARD DES PROMOTEURS DE PROGRAMMES DE PCAC	36
FONDS MULTICÉDANTS DONT LES COURTIERS MEMBRES DE L'OCRCVM SONT PROMOTEURS	38

8. PLACEURS DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	39
9. RENDEMENT DU MARCHÉ DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	42
RENDEMENT DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS PAR RAPPORT AU RÉSULTAT DU PCAC	
PARRAINÉ PAR DES BANQUES	42
RENDEMENT DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS PAR RAPPORT AUX BONS DU TRÉSOR ET AUX	
ACCEPTATIONS BANCAIRES	43
10. RÈGLES APPLICABLES AU PLACEMENT DE PAPIER COMMERCIAL	43
DISPENSE DE PROSPECTUS À L'ÉGARD DU PAPIER COMMERCIAL.....	44
LA NOTE APPROUVÉE	45
11. RENSEIGNEMENTS CONCERNANT LE PCAC ET DISPONIBILITÉ DE	
L'INFORMATION SUR LE PCAC	46
EXPOSITION AUX ACTIFS À RISQUE ÉLEVÉ AUX ÉTATS-UNIS.....	48
PARTIE II ANALYSE DE CONFORMITÉ.....	49
1. AVOIRS GELÉS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS DÉTENUS PAR LES	
COURTIERS MEMBRES DE L'OCRCVM	50
NOMBRE DE FONDS MULTICÉDANTS.....	50
DEMANDE INITIALE DE RENSEIGNEMENTS SUR LES POSITIONS	50
AVOIRS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS DÉTENUS PAR DES COURTIER MEMBRES.....	51
TOTAL DU FLOTTANT DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	51
PCAC GELÉ DÉTENU PAR LES COURTIER MEMBRES DE L'OCRCVM	51
NOMBRE DE COURTIER MEMBRES DE L'OCRCVM AYANT UNE PARTICIPATION DANS DU	
PCAC ÉMIS PAR DES TIERS	52
AVOIRS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	53
2. COURTIER MEMBRES, PROMOTEURS DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS	54
OBJECTIF ET CADRE DU VOLET CRÉATION	54
ENTITÉS VISÉES ET PROCESSUS.....	54

JUSTIFICATION SUR LE PLAN OPÉRATIONNEL	55
DÉCOUVERTE DE NOUVELLES OCCASIONS D’AFFAIRES ET DE NOUVEAUX PRODUITS ET PROCESSUS D’EXAMEN.....	55
SURVEILLANCE DE LA GESTION DES RISQUES.....	55
RESPONSABILITÉ À L’ÉGARD DU PRODUIT ET REDDITION DE COMPTES.....	56
STRUCTURE DES PRODUITS.....	56
PLACEMENT DU PCAC CRÉÉ PAR LES COURTIERS MEMBRES.....	57
STRUCTURE DES COÛTS ET RÉMUNÉRATION	57
INFORMATION	57
3. COURTIERS MEMBRES QUI ONT VENDU DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS	59
OBJECTIF ET PORTÉE.....	59
PROCESSUS, ENTITÉS VISÉES ET AVOIRS.....	59
CONTRÔLE DILIGENT DES PRODUITS.....	61
INFORMATION	63
FORMATION ET CONNAISSANCE DES PRODUITS	63
CONVENANCE.....	64
COMMISSION ET MAJORATION DE PRIX.....	64
4. PRATIQUES COURANTES DE CONTRÔLE DILIGENT DES PRODUITS.....	66
RECENSEMENT DES PRODUITS DEVANT FAIRE L’OBJET D’UN EXAMEN.....	66
FACTEURS PROPRES AUX PRODUITS ÉTUDIÉS AU COURS DU PROCESSUS DE CONTRÔLE DILIGENT.....	68
STRUCTURE, PROCESSUS ET RESPONSABILITÉ	69
TENUE DES REGISTRES.....	70
COMMUNICATION DES RÉSULTATS DU CONTRÔLE DILIGENT DES PRODUITS.....	71
5. CONFORMITÉ AUX RÈGLES DE COUVERTURE	71
RÈGLES DE COUVERTURE APPLICABLES AU PCAC.....	73

6. LES PROGRAMMES D'AIDE À L'INTENTION DES CLIENTS.....	74
PARTIE III CONSTATATIONS ET RECOMMANDATIONS	75
1. SOMMAIRE DES CONSTATATIONS	76
CONSTATATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AUX PCAC ÉMIS PAR DES TIERS.....	76
CONSTATATIONS RELATIVES AUX COURTIERS MEMBRES.....	77
2. NORMES DE L'OCRCVM	79
OBJECTIFS	79
CONVENANCE.....	79
CONNAISSANCE DES PRODUITS	79
SUPERVISION	80
DOCUMENTS DE COMMERCIALISATION	80
RESPECT DE LA NORME DE CONVENANCE	81
3. RECOMMANDATIONS	81
CONTRÔLE DILIGENT DES PRODUITS.....	82
TRANSPARENCE DES PRODUITS.....	83
CONFLITS D'INTÉRÊTS.....	83
NOTES DE CRÉDIT.....	84
4. AVIS D'ORIENTATION	84
ANNEXE A : AVIS DE L'OCRCVM CONCERNANT LES NOUVEAUX PRODUITS.....	85
ANNEXE B : LISTE DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS CANADIENS.....	93
ANNEXE C : LETTRE DE DBRS CONCERNANT LES OPÉRATIONS ADOSSÉES À DES ACTIFS FINANCIERS STRUCTURÉS FINANÇÉES PAR DU PCAC CANADIEN	94
BIBLIOGRAPHIE	97
NOTES.....	101

ABRÉVIATIONS UTILISÉES DANS LE RAPPORT

AB	acceptation bancaire
ACCOVAM	Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
BBA	British Bankers Association
Bon du Trésor	bon du Trésor du gouvernement du Canada
BSIF	Bureau du surintendant des institutions financières
CDS	La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
DBRS	Dominion Bond Rating Service
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
ISDA	The International Swaps and Derivatives Association, Inc.
LVMO	<i>Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)</i>
NO	notice d'offre
OCRCVM	Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
pb	points de base
PC	papier commercial
PCAC	papier commercial adossé à des créances
Règlement ou NC	Règlement (Norme canadienne ailleurs qu'au Québec)

SA	structure d'accueil
SD	swap sur défaillance
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
TGC	titre garanti par des créances
TOCC	taux offert par les courtiers canadiens

GLOSSAIRE

acceptation bancaire	Garantie qu'offre une banque de verser un montant déterminé à une date ultérieure au porteur d'une traite bancaire tirée par un client de la banque.
actif financier structuré	Ensemble de catégories d'actifs classiques et les réclamations éventuelles comme les instruments dérivés, conçus pour reproduire le revenu et les risques d'un actif classique.
amélioration des modalités de crédit	Diverses méthodes utilisées pour réduire le risque de perte des investisseurs détenant du PCAC provoqué par une réduction de la valeur des actifs détenus par le fonds multicédant de PCAC.
Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)	Groupe de 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières des provinces et des territoires du Canada qui coordonnent et harmonisent la réglementation des marchés financiers canadiens.
Bureau du surintendant des institutions financières	Organisme fédéral qui réglemente les banques, sociétés de fiducie, sociétés de prêt, associations coopératives de crédit, compagnies d'assurances et caisses de retraite.
convention de liquidités	Entente aux termes de laquelle une institution financière constitue une facilité de soutien de la liquidité d'un programme de PCAC qui peut servir à financer le remboursement de PCAC à l'échéance si un événement déclencheur déterminé empêche le programme de financer le remboursement au moyen de la vente de nouveau PCAC.
convention de liquidités de type canadien	Convention de liquidités dans laquelle l'obligation du fournisseur de liquidités est déclenchée par une « désorganisation générale » du marché du PCAC.
convention de liquidités de type international	Convention de liquidités aux termes de laquelle l'obligation du fournisseur de liquidités est déclenchée par l'incapacité du fonds multicédant de PCAC à vendre du nouveau PCAC afin de financer le rachat du PCAC en circulation venant à échéance.

couverture	Garantie qu'un client dépose auprès d'un courtier lorsqu'il lui emprunte des fonds en vue d'acheter des titres.
fiducies de PCAC visées	Les 20 fiducies de PCAC indépendantes faisant l'objet du plan de restructuration pancanadien. Pour en obtenir la liste, se reporter à l'annexe B.
fonds multicédant	Se reporter à la définition de fonds multicédant ou fiducie de PCAC.
fonds multicédant ou fiducie de PCAC	Fiducie créée en vue de détenir les actifs et d'émettre des titres aux termes d'un programme de PCAC.
instrument dérivé de crédit	Expression générique pour tout contrat sur instrument dérivé utilisé pour transférer le risque de crédit à une entité de référence ou à un débiteur de référence intervenu entre le vendeur d'une protection de crédit et l'acheteur d'une protection de crédit.
International Swaps and Derivatives Association, Inc.	Organisation du secteur qui fixe les normes et procure des modèles à l'égard des instruments dérivés sur le marché hors bourse ainsi que d'autres documents pertinents.
La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée	Dépositaire central des valeurs mobilières au Canada. CDS facilite le processus de compensation et de règlement dans le cas d'opérations visant les titres de participation, les titres de créance et les instruments du marché monétaire aux bourses et sur les marchés hors bourse au Canada.
Organisation internationale des commissions de valeurs	Association internationale des organismes de réglementation des valeurs mobilières qui agit comme groupe conjoint des organismes des valeurs mobilières et qui fixe des normes internationales non contraignantes pour la réglementation des marchés des valeurs mobilières.
papier commercial	Billets à ordre non garantis à court terme émis principalement par des sociétés d'État, des municipalités et des sociétés inscrites en bourse en vue de procurer un fonds de roulement et vendus en fonction de la solvabilité de l'émetteur.

papier commercial adossé à des créances	Instruments d'emprunt à court terme émis par des fiducies constituées en vue de financer la détention des actifs financiers sous-jacents; aussi appelé « papier commercial adossé à des actifs », ou PCAA.
papier commercial adossé à des créances émis par des tiers	PCAC émis par des fonds multicédants dont une banque n'est pas le promoteur ou le gestionnaire.
plafond de responsabilité	Pourcentage auquel une tranche de la créance garantie cesse de participer à la perte sur défaillance du portefeuille d'actifs sous-jacents.
point de base	Un centième (1/100) de un pour cent.
promoteur	Créateur d'un programme de PCAC ou la société de gestion qui l'a créé et l'administre.
Règlement ou Norme canadienne	Règlement adopté par l'ensemble des organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux et territoriaux du Canada.
seuil de responsabilité	Pourcentage à partir duquel une créance garantie commence à participer à la perte sur défaillance subie par un portefeuille d'actifs sous-jacents.
structure d'accueil	Entité, souvent une fiducie, créée pour mettre des actifs ou des entreprises à l'abri d'une faillite visant l'organisme promoteur. Les fiducies utilisées pour structurer des programmes de PCAC étaient des structures d'accueil.
swap sur défaillance	Contrat sur instruments dérivés aux termes duquel une partie (l'acheteur) effectue des paiements à une autre (le vendeur) en retour de la promesse d'un versement si un incident de crédit déterminé survient à l'égard d'une entité ou d'un titre déterminé (l'« entité de référence »). Si l'incident de crédit survient, le règlement peut s'effectuer en espèces ou au moyen d'une opération visant l'entité de référence. L'effet consiste à transférer le risque de crédit de l'acheteur au vendeur.
taux offert par les	Moyenne des taux de l'ensemble des acceptations bancaires offertes par les banques principales en activité au Canada, calculés et publiés tous les

<p>courtiers canadiens</p>	<p>jours par Thomson Reuters. Il s'agit de l'indice de référence reconnu pour les acceptations bancaires dont la durée est de un an ou moins et qui sert de taux de référence pour fixer le taux d'intérêt variable des contrats commerciaux et de prix de règlement d'un certain nombre d'instruments dérivés, y compris les contrats à terme et les swaps.</p>
<p>titre garanti par des créances</p>	<p>Titre structuré adossé à un portefeuille de titres de créance. Le portefeuille peut se composer de tout type de titres de créance, comme des obligations, des prêts et des créances hypothécaires ou des actifs financiers synthétiques.</p>
<p>titre supraprioritaire avec levier financier (TSLF)</p>	<p>Forme de TGC synthétique avec levier financier pour lequel le montant de la protection de crédit vendue est supérieur au montant de la garantie mise en gage par le vendeur de protection de crédit et pour lequel le risque de perte sur le crédit sous-jacent est, de l'avis d'une ou de plusieurs agences de notation, inférieur au risque de perte sur le titre noté AAA.</p>

PRÉFACE

Rôle de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM »)

L'OCRCVM est l'organisme d'autoréglementation national qui supervise l'ensemble des courtiers en valeurs mobilières ainsi que des activités de négociation portant sur les marchés des titres de créance et de participation au Canada.

Afin de comprendre le rôle que jouent les courtiers membres de l'OCRCVM dans la création et le placement de papier commercial adossé à des créances (PCAC) émis par des tiers, il est également nécessaire de comprendre l'évolution du PCAC, les différences entre les programmes de PCAC bancaires traditionnels et de PCAC émis par des tiers, ainsi que le rôle joué par d'autres intervenants du marché, y compris les institutions financières de compétence fédérale et les agences de notation du crédit. Nous avons par conséquent décrit le contexte général du marché du PCAC émis par des tiers, mais avons insisté sur le fait que l'OCRCVM a uniquement la responsabilité de la réglementation des courtiers en valeurs mobilières et que les recommandations que nous faisons à la conclusion de notre rapport ne s'appliquent qu'aux membres de l'OCRCVM. Par conséquent, le présent rapport devrait être lu à la lumière des rapports dressés par d'autres organismes de réglementation, y compris les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et le Bureau du surintendant des institutions financières (BSFI).

Les entreprises individuelles identifiées dans le présent rapport ne l'ont été que dans la mesure où l'information les concernant était accessible au public.

Aperçu du rapport

Le présent rapport est divisé en trois parties :

- l'étude sur l'implantation et la réglementation du marché du PCAC émis par des tiers et des règlements le régissant dans le contexte du marché monétaire en général jusqu'à la crise de liquidité qui s'est produite sur ce marché en août 2007;
- le rapport sur les examens de conformité menés auprès de courtiers membres de l'OCRCVM participant au marché du PCAC émis par des tiers afin de déterminer les

contrôles et les processus qui étaient en place et appliqués à l'égard de la création et de la vente du PCAC émis par des tiers;

- les constatations et les recommandations.

Les examens de conformité ont mis l'accent sur la période allant jusqu'au 30 avril 2007 afin de comprendre le fonctionnement du marché dans son mode d'action normal d'avant la crise.

L'étude et l'examen de conformité comportaient les étapes suivantes :

- l'examen de documents parallèles et de sondages au sein du secteur concernant l'évolution et la croissance des marchés mondiaux des titres adossés à des créances et des instruments dérivés de crédit;
- un examen des processus de compensation, de règlement et de garde au Canada à l'égard des titres de créance, y compris le papier commercial;
- une recherche sur l'évolution des dispenses à l'égard du papier commercial à court terme en vertu de la législation provinciale en valeurs mobilières;
- la collecte et l'examen de renseignements accessibles au public et de documents d'information portant sur les programmes canadiens de PCAC émis par des tiers;
- des entrevues avec les représentants principaux de DBRS afin de comprendre leur processus d'examen et d'approbation des notes de crédit accordées aux programmes de PCAC;
- la collecte de renseignements auprès de CDS et de courtiers membres concernant les positions sur le PCAC;
- des entrevues avec des membres de la haute direction de courtiers membres de l'OCRCVM participant à la création, au placement et à la garde du PCAC émis par des tiers, y compris les chefs de la conformité, les directeurs des divisions des services institutionnels et de gestion du patrimoine, ainsi que les chefs des opérations sur titres à revenu fixe et titres du marché monétaire concernant les procédés de négociation, les contrôles diligents des produits, la gestion des risques, l'information aux clients, les documents de commercialisation et la formation de conseillers en ce qui concerne le PCAC émis par des tiers;

- la collecte de renseignements sur les politiques, méthodes et documents pertinents des courtiers membres interrogés.

Objectif du rapport

L'objectif des examens et du présent rapport est à la fois curatif et préventif : repérer et recommander des améliorations des programmes de conformité des courtiers membres de l'OCRCVM et des programmes réglementaires de l'OCRCVM qui réduiront le risque d'une répétition des difficultés connues par les courtiers membres et leurs clients après la crise de liquidité d'août 2007 attribuable au PCAC émis par des tiers.

Le personnel des services de la conformité des finances et des opérations et de la conformité de la conduite des affaires de l'OCRCVM a procédé à l'étude et aux examens.

INTRODUCTION

En juin 2007, les écarts de taux de crédit sur certains des grands marchés des capitaux mondiaux ont commencé à augmenter, provoquant une vague d'importants déclassements de notes de crédit par les principales agences de notation du crédit. En août 2007, les investisseurs ont commencé à être préoccupés par le marché des créances hypothécaires résidentielles à risque élevé aux États-Unis et l'ampleur de leur exposition à des pertes éventuelles du fait de placements dans des titres adossés à des créances hypothécaires, y compris des titres garantis par des créances (TGC) et d'autres instruments de financement titrisés et structurés.

Ce qui s'est produit pendant la période précédant août 2007 a été décrit brièvement par le juge Blair dans le jugement de la Cour d'appel de l'Ontario en août 2008¹ :

[Traduction] Les types d'actifs et participations aux actifs acquis pour « adosser » les billets de PCAC sont variés et complexes. Il s'agissait en règle générale d'actifs à long terme comme des hypothèques résidentielles, des créances sur carte de crédit, des prêts automobile, des créances en espèces assorties d'une garantie et des instruments dérivés comme des swaps sur défaillance. Aux fins du présent appel, leurs caractéristiques particulières importent peu, mais tous possédaient une caractéristique commune qui s'est révélée le talon d'Achille du marché du PCAC : en raison de leur nature à long terme, il y avait un décalage temporel inhérent entre les liquidités qu'ils généraient et les liquidités nécessaires au remboursement des billets de PCAC venant à échéance.

Lorsque l'incertitude a commencé à se généraliser sur le marché du PCAC au cours de l'été 2007, les investisseurs ont cessé d'acheter des produits liés à du PCAC, et les porteurs de billets existants ont cessé de renouveler leurs billets venant à échéance. Il n'y avait pas de liquidités permettant de racheter ces billets. Bien que des appels aient été effectués aux fournisseurs de liquidités en vue du remboursement, la plupart de ces derniers ont refusé de financer le remboursement des billets en prétextant que les conditions du financement par liquidités n'avaient pas été respectées dans les circonstances, d'où la « crise de liquidité » du marché du PCAC.

La crise a été en bonne partie avivée par l'absence de transparence de la structure du PCAC. Les investisseurs ne pouvaient dire à quels actifs étaient adossés leurs billets, en partie parce que les billets de PCAC étaient souvent vendus avant ou en même temps que se faisait l'acquisition des actifs qui les adossaient, en partie en raison de la complexité même de certains des actifs sous-jacents et en partie en raison des prétentions de confidentialité des personnes jouant un rôle dans les actifs. Au fur et à mesure que les craintes découlant de la progression de la crise des créances hypothécaires à risque élevé aux États-Unis se sont propagées, les investisseurs ont craint de plus en plus que leurs billets de PCAC soient adossés à de tels actifs. Toutefois, pour les raisons indiquées précédemment, ils n'ont pas été en mesure de faire racheter leurs billets de PCAC venant à échéance.

La crise de liquidité aurait pu déclencher une liquidation à grande échelle des actifs, à des prix inférieurs, mais cela ne s'est pas produit. Pendant la semaine du 13 août 2007, le marché du PCAC au Canada a été gelé en raison d'un accord de moratoire orchestré à la suite de la crise par de nombreux intervenants sur le marché, y compris les fournisseurs d'actifs, les fournisseurs de liquidités, les détenteurs de billets, ainsi que d'autres représentants du secteur financier. Aux termes de l'accord de moratoire, appelé l'Accord de Montréal, les parties se sont engagées à restructurer le marché du PCAC en vue, autant que possible, de préserver la valeur des actifs et des billets.

Les seuls programmes de PCAC qui ont évité l'effondrement complet sont ceux dont des banques étaient les promoteurs, puisque les banques ont toutes fourni des liquidités à l'égard de leurs programmes.

Après l'Accord de Montréal, 2 des 22 fonds multicédants de PCAC ont été restructurés et exclus du plan prévu par l'Accord de Montréal. La Cour supérieure de justice de l'Ontario a approuvé le plan de restructuration et l'approbation a été maintenue en appel par la Cour d'appel de l'Ontario.

Positions de clients de détail auprès de courtiers membres de l'OCRCVM

Au moment de la crise de liquidité, 14 courtiers membres de l'OCRCVM détenaient des positions sur du PCAC émis par des tiers pour le compte de clients de détail. Deux de ces positions ont été transférées à partir d'autres courtiers membres de l'OCRCVM et ont été par la suite rendues aux courtiers membres qui les avaient vendues.

Les 12 autres courtiers ont mis en œuvre des plans d'indemnisation ou se sont engagés à le faire à l'intention des clients de détail représentant près de un demi-milliard de dollars, dans certains cas avec une limite en dollars par client. Sept d'entre eux ont indemnisé les clients de détail quasi immédiatement en assumant les positions des clients d'une valeur globale de 319,7 millions de dollars, trois autres disposent de plans d'indemnisation totalisant plus de 177 millions de dollars qui dépendent de la réalisation de la restructuration. Certains ont également pris des arrangements de prêt spéciaux à l'intention des sociétés clientes qui avaient des positions sur du PCAC émis par des tiers.

Réaction de l'OCRCVM à la crise de liquidité attribuable au PCAC

Lors du gel du marché du PCAC, le personnel de l'OCRCVM (l'ACCOVAM à ce moment-là) a obtenu immédiatement des renseignements au sujet des positions des courtiers membres sur le PCAC émis par des tiers et en a assuré la surveillance pour garantir que le gel ne provoquait pas de pénurie des capitaux, il a publié un rappel des règles de l'OCRCVM sur les taux de couverture à l'égard du papier commercial et des instruments de débit faisant l'objet d'un défaut et a entrepris l'étude sur la réglementation qui fait partie du présent rapport. En décembre 2007, le personnel a commencé à élaborer l'analyse de conformité. Les entrevues des courtiers membres et la collecte des documents se sont poursuivies jusqu'en juillet 2008, inclusivement.

PARTIE I

ÉTUDE SUR LA RÉGLEMENTATION

1. LE PCAC SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE CANADIEN

La présente rubrique fait un bref survol de la fonction du marché monétaire canadien et de la place qu'y occupe le PCAC.

Le marché monétaire canadien fait partie intégrante du marché financier canadien et offre du financement à court terme et des occasions de placement. Le rapport de la Banque du Canada intitulé *Revue du système financier – juin 2008* donne un état détaillé de la structure et de la taille des marchés financiers canadiens au 31 décembre 2007².

Illustration 1
Taille et composition des marchés canadiens des capitaux en décembre 2007

État	Sociétés financières	Sociétés non financières	Titres adossés à des actifs
836 milliards \$	3 078 milliards \$	2 046 milliards \$	328 milliards \$, dont :
<ul style="list-style-type: none"> – Titres à court terme 140 milliards \$ • bons du Trésor du Canada 116 milliards \$ • autres titres à court terme 24 milliards \$ – Obligations : 696 milliards \$ • dont OEC : 13 milliards \$ • dont autres titres non négociables du Canada 1 milliard \$ 	<ul style="list-style-type: none"> – Papier à court terme 103 milliards \$ • papier commercial 43 milliards \$(^b) • acceptations bancaires 60 milliards \$ – Obligations 220 milliards \$(^c) – Actions : 607 milliards \$ – Prêts : 191 milliards \$(^d) – Dépôts dans les institutions financières : 1 957 milliards \$ 	<ul style="list-style-type: none"> – Papier commercial 12 milliards \$(^b) – Obligations 232 milliards \$(^c) – Actions 1 486 milliards \$ – Prêts 316 milliards \$(^d) 	<ul style="list-style-type: none"> • PCAA bancaire 76 milliards \$ • PCAA non bancaire 32 milliards \$(^c) – Titres adossés à des prêts hypothécaires à l'habitation 185 milliards \$ • garantis par l'État 160 milliards \$ • non garantis par l'État 25 milliards \$ – Autres titres adossés à des actifs 143 milliards \$

(a) Toutes les données remontent à décembre 2007 et sont exprimées en valeur comptable, à l'exception des actions, exprimées en valeur marchande.

Sources : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, *Comptes du bilan national* (Statistique Canada), BSIF et TSX.

(b) Émis au Canada par des sociétés canadiennes et étrangères

(c) Émises au Canada et à l'étranger par des sociétés canadiennes

(d) Prêts accordés par des institutions financières canadiennes à des emprunteurs canadiens et étrangers à des fins commerciales

(e) Ces fiducies ont été gelées aux termes de l'Accord de Montréal conclu en août 2007.

Les instruments du marché monétaire représentaient une tranche de 363 milliards de dollars sur le total du marché financier s'élevant à 6,3 billions de dollars. Le total de 108 milliards de dollars sous forme de PCAC représentait 30 % des instruments du marché monétaire en circulation et se composait à hauteur de 76 milliards de dollars de PCAC bancaire (70 % de

PCAC, 21 % de l'ensemble des instruments à court terme) et de 32 milliards de dollars de PCAC émis par des tiers (30 % de PCAC, 9 % de l'ensemble des instruments à court terme)³.

Instruments du marché monétaire

Les types usuels d'instruments du marché monétaire sont les suivants :

- Papier commercial : billets non garantis à court terme émis principalement par des sociétés d'État, des municipalités et des sociétés inscrites en bourse en vue de financer leur fonds de roulement et qui sont vendus en fonction de la solvabilité de l'émetteur. La durée du papier commercial n'excède généralement pas 12 mois et s'établit en moyenne à 30 jours.

Au 31 décembre 2007, la taille du marché au Canada était de 55 milliards de dollars.

- Papier commercial adossé à des créances : créances non garanties ayant habituellement des échéances de 30 à 180 jours, émises par des structures de fiducie détenant des actifs sous-jacents comme des créances sur carte de crédit, des prêts et du crédit-bail automobile et des créances hypothécaires résidentielles comme sûreté accessoire.

Au 31 décembre 2007, la taille du marché du PCAC était de l'ordre de 108 milliards de dollars à hauteur de 70 % parrainés par des banques et de 30 % non parrainés par des banques.

- Bons du Trésor : créances à court terme de gouvernements nationaux dont les durées n'excèdent habituellement pas 12 mois et qui s'établissent en moyenne à 30 jours.
- Acceptation bancaire : une acceptation bancaire est une garantie d'une banque de verser un montant déterminé d'argent au porteur d'une traite bancaire tirée par un client tiers de la banque à une date ultérieure, habituellement un à six mois plus tard. La garantie bancaire fait en sorte que la créance est une obligation inconditionnelle de la banque.

Au 31 décembre 2007, la taille du marché au Canada était de 140 milliards de dollars.

Fixation du prix d'instruments du marché monétaire

Le prix d'instruments du marché monétaire à court terme se fonde sur la courbe du rendement de référence de titres de créance à court terme sans risque, comme les bons du Trésor du gouvernement du Canada⁴. L'écart entre le rendement des bons du Trésor et le rendement indiqué du papier commercial d'un émetteur correspond à la valeur que le marché accorde au risque de crédit lié aux instruments du marché monétaire non gouvernementaux.

L'évaluation du risque de crédit fait partie intégrante du fonctionnement des marchés monétaires et se fonde en grande partie sur les services de notation du crédit d'agences reconnues comme Moody's, Standard & Poor's, et Fitch (aux États-Unis) et Dominion Bond Rating Service (DBRS) (au Canada). Si les intervenants du marché ne peuvent mesurer et évaluer le risque de crédit parce que les renseignements sur le marché concernant un émetteur ne sont pas remis en temps utile, la demande diminue, ce qui élargit l'écart du rendement entre l'offre et la demande et peut provoquer une non-liquidité du papier de l'émetteur sur marché secondaire⁵.

2. QU'EST LE PAPIER COMMERCIAL ADOSSÉ À DES CRÉANCES?

La présente rubrique fait le survol de la structure des programmes de PCAC et des caractéristiques qui ont une incidence sur leur note de crédit. La rubrique 5 décrit plus en détail le processus de notation.

Description

Les programmes traditionnels de titrisation des créances prévoyaient l'achat de créances de consommateurs auprès de prêteurs « initiateurs » comme des banques et d'autres institutions de dépôt, des sociétés de financement, des sociétés de prêt hypothécaire, des sociétés de crédit-bail et des sociétés émettrices de cartes de crédit.

Dans le processus de titrisation des créances, on commence par isoler des actifs financiers dans des fonds relativement homogènes quant à leurs caractéristiques en matière de flux de trésorerie et leur profil de risque, y compris le risque de crédit et le risque de marché. Les actifs financiers ou les « participations à des actifs financiers » sont acquis par une structure

d'accueil* qui s'appelle également un « fonds multicédant ». La structure d'accueil finance l'achat des actifs en vendant des titres garantis par le fonds d'actifs. Les titres adossés à des créances constituent des obligations de la structure d'accueil et non de l'initiateur des actifs. Le capital et les intérêts sur les titres sont remboursés à partir des flux de trésorerie générés par les actifs sous-jacents.

La titrisation exige d'établir une distinction entre les actifs financiers et l'initiateur des actifs (c.-à-d. un titre transféré ou une « vente authentique ») de sorte que certains événements liés à l'initiateur des actifs n'ont aucune incidence sur le droit de la structure d'accueil de recevoir des flux de trésorerie provenant des actifs financiers sous-jacents. Si un initiateur entreprend une procédure de faillite, les débiteurs des actifs financiers sont encore tenus de s'acquitter de leurs obligations. Parce que les actifs sont distincts de l'initiateur des actifs sur le plan structurel et sont garantis directement par le fonds d'actifs, les titres adossés à des créances sont habituellement assortis d'une note supérieure à celles des titres de créance généraux de l'initiateur des actifs.

Ainsi, une banque† débutera avec un portefeuille de prêts constitué de créances hypothécaires, de prêts automobile et de créances sur carte de crédit à son bilan. Le portefeuille immobilise le capital afin de prévoir les risques de défaillance sur prêt. Afin de permettre que ce capital soit utilisé à d'autres fins, la banque peut mettre sur pied un fonds multicédant qui lui achètera le portefeuille. Habituellement, les actifs vendus aux programmes doivent respecter des normes de qualité de crédit minimales fondées sur le processus d'approbation de crédit usuel des promoteurs. Le fonds multicédant peut également acheter des actifs auprès d'autres initiateurs des actifs. Selon le nombre d'initiateurs des actifs qui vendent leurs créances à un fonds multicédant, le fonds multicédant de PCAC est appelé fonds multicédant à *initiateur unique* ou à *initiateurs multiples*.

* Au Canada, la plupart des structures d'accueil dans le cas de programmes de PCAC sont des fiducies parce que cette structure procure la distinction nécessaire qui fait en sorte que les fiducies sont à l'abri d'une faillite touchant le promoteur et offre le traitement fiscal approprié.

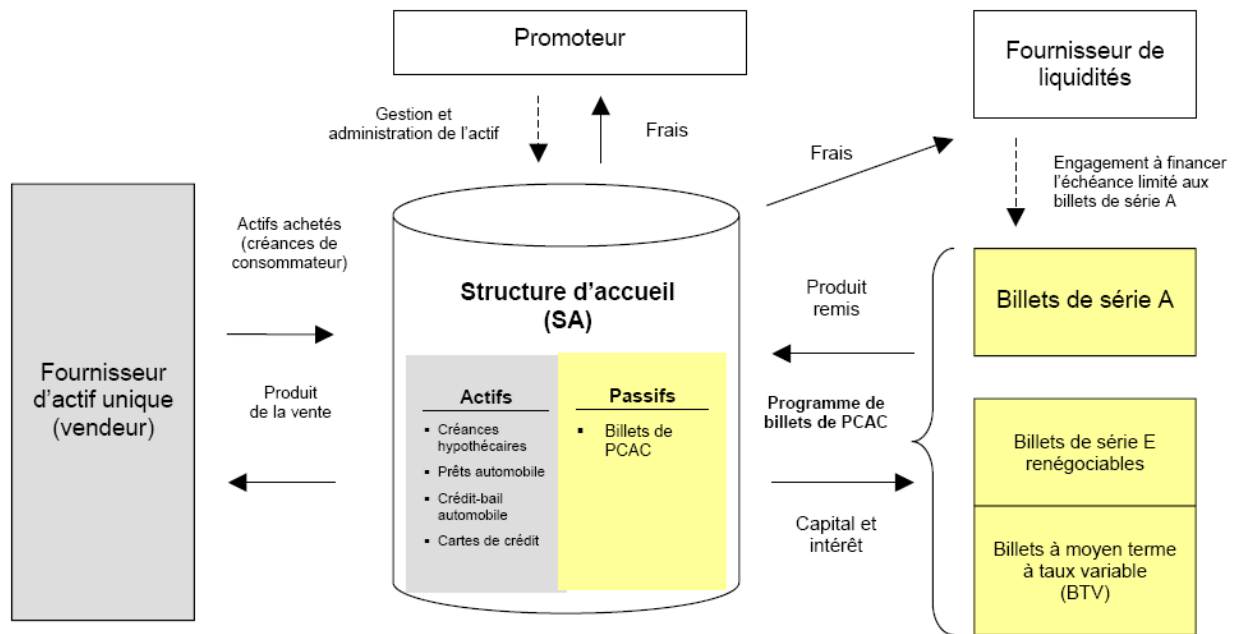
† Les banques ne sont pas toujours les promoteurs des fonds multicédants de PCAC. Il existe également d'importantes sociétés de financement émettrices qui créent leurs propres fonds multicédants et concluent des ententes de fourniture de liquidités avec diverses banques.

Le fonds multicédant finance le coût du portefeuille par l'émission de titres garantis par le portefeuille. Dans l'exemple précédent, la banque est le « promoteur » du fonds multicédant et conserve habituellement une participation financière dans le fonds multicédant en offrant une amélioration des modalités de crédit, un soutien aux liquidités, des services administratifs ou un ensemble de ces services. Toutefois, le promoteur n'est plus propriétaire du portefeuille, il n'assume plus le risque de défaillance qui y est associé et a ainsi libéré son capital à d'autres fins.

Les titres que vend un fonds multicédant peuvent ne pas se limiter à du PCAC. Ils comprennent souvent des billets négociables et à long terme qui intéressent certains investisseurs institutionnels.

Le diagramme suivant présente la structure d'un fonds multicédant à initiateur unique dont une banque est le promoteur, aux termes de laquelle la banque vend un ensemble de créances hypothécaires, de prêts automobile et de créances sur carte de crédit à une structure d'accueil⁶.

Illustration 2
Structure d'un programme de PCAC à initiateur unique utilisant des actifs traditionnels



L'amélioration des modalités de crédit est fournie au fonds multicédant qui reçoit le produit moins la valeur intégrale des actifs qui lui ont été vendus (entité ad hoc)

Le fonds multicédant (la « SA ») utilise le produit obtenu de l'émission du PC afin de financer les actifs achetés aux fins de la titrisation de ses flux de trésorerie et de refinancer le PCAC en circulation à échéance

Tiré de : *Information to Note holders, Proposed Restructuring of Canadian third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper*, 20 mars 2008, rédigé par le Canadian Investors Committee for third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper – annexe D – rapport de JPMorgan sur la restructuration, page 86.

Risques liés au PCAC

Le remboursement du PCAC émis par un fonds multicédant dépend principalement des recouvrements en espèces reçus du portefeuille d'actifs du fonds multicédant et de la capacité du fonds multicédant à émettre du nouveau PCAC. Les principaux risques auxquels font face les personnes qui investissent dans le PCAC sont les suivants :

- la diminution de la valeur des actifs du portefeuille sous-jacent du fonds multicédant;
- les écarts temporels entre les flux de trésorerie provenant des participations dans les actifs sous-jacents et le remboursement du papier commercial arrivant à échéance, tel qu'il est décrit précédemment;
- l'incapacité d'émettre du nouveau papier commercial afin de financer le remboursement du papier venant à échéance;
- les risques associés aux agents serveurs des actifs.

Afin de protéger les investisseurs de ces risques, les programmes de PCAC et les participations aux actifs financés par leur intermédiaire sont structurés avec diverses protections, comme l'amélioration des modalités de crédit, le soutien aux liquidités et les éléments déclencheurs d'interruption et de ralentissement de l'émission du papier commercial.

Amélioration des modalités de crédit

Une amélioration des modalités de crédit est une entente selon laquelle un fonds multicédant offre de prendre en charge les pertes associées au fonds d'actifs. Elle protège les investisseurs dans le cas où les flux de trésorerie tirés des actifs sous-jacents ne suffisent pas à verser l'intérêt et à rembourser le capital exigibles à l'égard du PCAC en temps opportun.

L'amélioration des modalités de crédit augmente la note de crédit et, par conséquent, le prix et la négociabilité du PCAC. Le promoteur du fonds multicédant détermine l'ampleur de l'amélioration, qui varie en fonction de la qualité du crédit et de la liquidité des actifs. Les promoteurs sont au courant des méthodes de notation qu'utilisent les agences de notation et discutent avec elles de la teneur du portefeuille, ce qui permet à un promoteur de juger de l'ampleur de l'amélioration des modalités de crédit nécessaire pour obtenir la note souhaitée.

Le vendeur d'actifs offre habituellement l'amélioration des modalités de crédit de premier niveau contre les pertes au moyen d'une garantie excédentaire : le montant versé au vendeur est inférieur à la valeur intégrale des actifs vendus au fonds multicédant. Le montant qui n'est pas financé par la vente des titres constitue la garantie excédentaire. Ce montant comporte un risque pour le vendeur, à qui il est transféré une fois que les billets sont remboursés intégralement.

Les promoteurs de PCAC et les agences de notation de crédit surveillent étroitement la qualité des actifs en vue de détecter des réductions de valeur éventuelles. L'objectif primordial de l'amélioration des modalités de crédit consiste à créer une source de financement économique et efficace qui comporte un risque minimal. Une surveillance étroite du portefeuille constitue une partie intégrante de l'atténuation des risques par les promoteurs.

Soutien aux liquidités

Le soutien aux liquidités vise à couvrir toute incapacité du fonds multicédant à financer le rachat du PCAC qui n'est pas lié au risque de crédit ou au rendement du portefeuille sous-jacent.

Les risques gérés au moyen du soutien aux liquidités comprennent les suivants.

- Les écarts temporels entre les échéances du PCAC et la réception des créances sur actifs.
- Les insuffisances des recouvrements provoquées par les défaillances de l'agent serveur. Le fonds multicédant doit être en mesure de racheter le PCAC même si une procédure de faillite relative à l'agent serveur perturbe le processus de recouvrement en espèces.
- L'incapacité de financer un achat d'actifs auquel s'est engagé le fonds multicédant.
- Toute incapacité de la part du fonds multicédant à vendre du nouveau PCAC afin de financer le remboursement du PCAC venant à échéance.

Sans protection des liquidités, le fonds multicédant serait incapable de vendre son papier aux investisseurs puisque ces derniers ne voudront pas assumer le risque de défaillance.

Habituellement, les banques procurent au moins une partie du soutien aux liquidités aux fonds multicédants dont ils sont les promoteurs. Bien que la banque puisse fournir la totalité ou une partie du soutien aux liquidités, le soutien aux liquidités intégral doit être considéré comme un

substitut au crédit direct puisque la banque continue à assumer l'ensemble du risque. Le fonds multicédant peut également acheter du soutien aux liquidités auprès d'autres banques ou institutions financières.

Aux États-Unis, les facilités de soutien aux liquidités existent soit à l'égard d'une opération donnée, soit de l'ensemble d'un programme. Dans l'un ou l'autre des cas, le soutien aux liquidités peut prendre la forme d'un accord en vue de prêter des fonds à un fonds multicédant ou de lui acheter des actifs lorsque des liquidités sont requises.

La note accordée à un billet de PCAC émis par un fonds multicédant constitue une fonction du fonds d'actifs sous-jacents et de la note accordée au fournisseur de liquidités du fonds multicédant. L'obligation du fournisseur de liquidités consiste à fournir les fonds requis en vue du remboursement du PCAC venant à échéance si un appel de liquidités est nécessaire. Par conséquent, à part certaines exceptions limitées, les fournisseurs de liquidités doivent avoir des notes de crédit minimales tenant compte de la note souhaitée des billets de PCAC émis par un fonds multicédant.

Les ententes régissant les facilités de soutien aux liquidités comprennent des cas déterminés appelés « retraits de financement » aux termes desquels les fournisseurs de liquidités sont libérés de leur obligation de fournir des liquidités. Pour que les facilités de soutien aux liquidités soient efficaces, les retraits de financement doivent être spécifiquement limités.

Les ententes de soutien aux liquidités utilisées au Canada diffèrent de celles utilisées aux États-Unis et à l'échelle internationale. Les différences, qui ont mené en partie au gel du marché du PCAC, seront décrites à la rubrique 4.

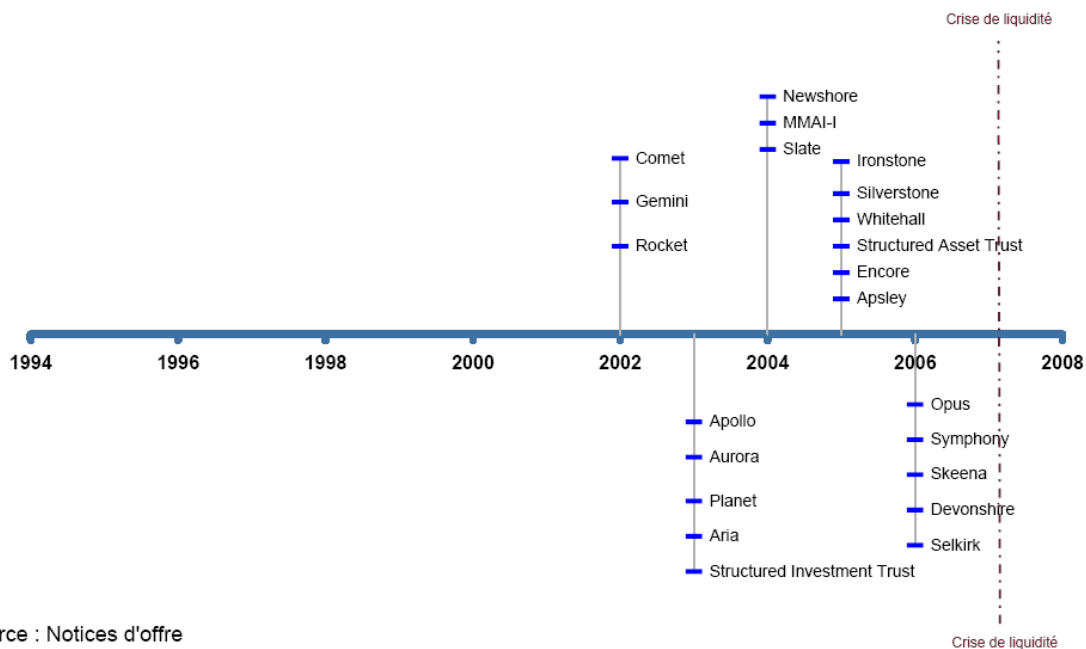
3. PROGRAMMES DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

La présente rubrique décrit la conception des programmes de PCAC émis par des tiers et les différences entre la composition des créances aux termes de programmes de PCAC traditionnels et les programmes de PCAC émis par des tiers.

Élaboration des programmes de PCAC émis par des tiers

Le graphique temporel suivant, fondé sur une étude de toutes les notices d'offre portant sur les programmes de PCAC émis par des tiers qui sont accessibles, indique la date d'instauration des programmes de PCAC émis par des tiers ainsi que le papier en circulation en août 2007.

Illustration 3
Calendrier de l'instauration des programmes PCAC émis par des tiers



Source : Notices d'offre

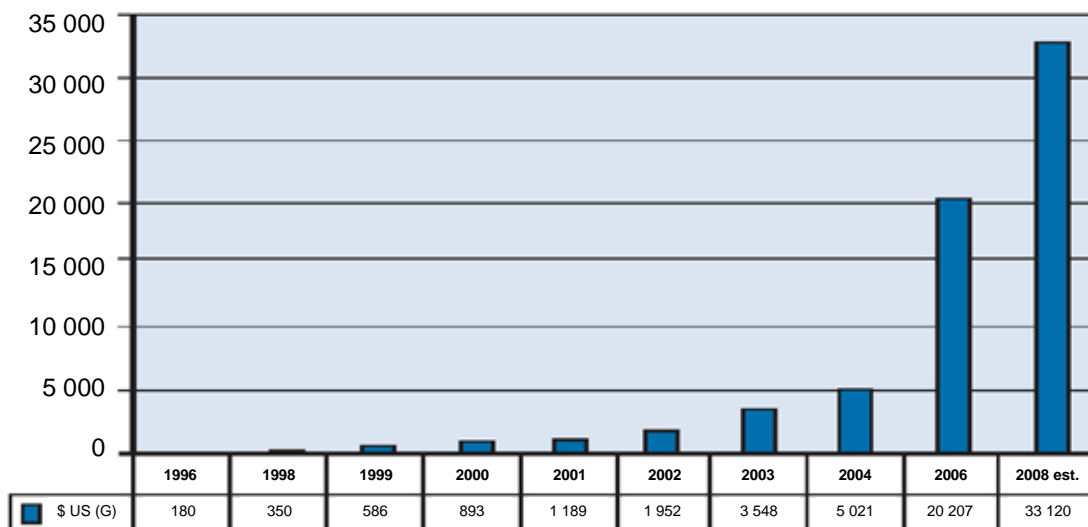
Parce que les promoteurs de PCAC émis par des tiers n'étaient pas des initiateurs de crédit et n'avaient généralement pas accès aux actifs de banques initiatrices (les banques ayant leurs propres programmes de titrisation), ils ont largement eu recours à la nouvelle catégorie d'actifs à croissance rapide mise à leur disposition : les instruments dérivés de crédit. Coventree Inc. a instauré les premiers programmes de PCAC émis par des tiers – Comet, Gemini et Rocket – en 2002. Coventree a pavé la voie à l'utilisation des actifs financiers structurés. DBRS a eu recours à ses méthodologies de notation pour un ensemble d'actifs dans lequel les actifs financiers structurés et les instruments dérivés de crédit étaient les catégories d'actifs nouvelles et prédominantes.

Croissance du marché mondial des instruments dérivés de crédit

La croissance du marché du PCAC émis par des tiers a coïncidé avec la croissance rapide du marché mondial des instruments dérivés de crédit, qui lui a permis de connaître cette croissance. Comme l'indique le graphique suivant, le marché mondial des instruments dérivés de crédit a plus que décuplé, passant de moins de 2 billions de dollars américains à plus de

20 billions de dollars américains entre 2002, année de la première émission de PCAC émis par des tiers, et 2006.

Graphique 1
Croissance du marché mondial des instruments dérivés de crédit



Source : British Bankers Association

En outre, la composition du marché a évolué du fait de la croissance rapide des créances garanties synthétiques, ainsi que le démontre le tableau suivant.

Tableau 1
Composition du marché mondial des instruments dérivés de crédit

Type	2000	2002	2004	2006
Panier de produits	6,0 %	6,0 %	4,0 %	1,8 %
Billets liés au crédit	10,0 %	8,0 %	6,0 %	3,1 %
Options sur écart de taux de crédit	5,0 %	5,0 %	2,0 %	1,3 %
Produits de crédit liés aux actions	s.o.	s.o.	1,0 %	0,4 %
Opérations sur indice	s.o.	s.o.	9,0 %	30,1 %
Swaps sur défaillance individuels	38,0 %	45,0 %	51,0 %	32,9 %
Options sur swap	s.o.	s.o.	1,0 %	0,8 %
TGC synthétiques – capital intégral	s.o.	s.o.	6,0 %	3,7 %
TGC synthétiques – capital partiel	s.o.	s.o.	10,0 %	12,6 %
Opérations sur indice par tranche	s.o.	s.o.	2,0 %	7,6 %
Autres	41,0 %	36,0 %	8,0 %	5,7 %

Source : British Bankers Association

Titres garantis par des créances

Un titre garanti par des créances (TGC) est un actif financier structuré qui établit une distinction entre l'investisseur et la propriété directe d'actifs comme des obligations ou des prêts. Il accorde à l'investisseur une exposition au revenu et aux risques liés à une partie du portefeuille d'actifs à revenu fixe qu'on appelle le « portefeuille de référence ». Les actifs du portefeuille peuvent comprendre tout type d'actifs de crédit classiques, y compris des obligations, des créances hypothécaires ou des prêts.

Le portefeuille de référence peut continuer d'être détenu par l'initiateur de la dette, auquel cas, ce dernier utilise les TGC pour vendre le risque et l'acheteur lui procure une protection contre les risques.

Le revenu et les risques varient en fonction de la partie ou de la tranche du portefeuille de référence sous-jacente aux TGC et des moments particuliers auxquels le TGC commence à participer aux pertes du portefeuille. Le pourcentage de perte du portefeuille de référence à partir duquel le TGC commence à participer aux pertes sur défaillance est appelé seuil de

responsabilité; le point auquel il cesse de participer aux autres pertes sur défaillance constitue le plafond de responsabilité.

TGC synthétiques et hybrides

Un TGC synthétique a recours aux swaps sur défaillance afin de recréer les flux de trésorerie et les risques de défaillance d'un TGC en fonction des avoirs en valeurs disponibles.

Un swap sur défaillance (SD) constitue un contrat dérivé de crédit à l'égard duquel un acheteur de protection fait des versements périodiques à un vendeur de protection afin d'avoir une assurance contre une défaillance à l'égard des instruments de crédit d'un tiers, appelé une « entité de référence ». Le contrat énonce les aspects suivants :

- l'entité de référence, habituellement un gouvernement ou une société, qui a habituellement, mais pas toujours, des créances impayées;
- les dates de début et de fin de la protection;
- le versement périodique;
- le type d'« incident de crédit » qui sera réputé constituer une défaillance. Les incidents de crédit habituels comprennent la faillite de la société de référence, l'incapacité de verser l'intérêt sur la dette impayée et parfois la restructuration de la société de référence;
- une « obligation de référence », habituellement un instrument d'emprunt de deuxième rang de l'entité de référence, ou une description des caractéristiques d'une obligation qui constituera l'instrument remis en cas de défaillance;
- le mode de règlement, qui peut être la remise de l'obligation de référence de l'entité de référence contre paiement à la valeur nominale ou le règlement en espèces de l'écart entre le cours pratiqué sur le marché de l'obligation de référence et sa valeur nominale.

Plutôt que des valeurs disponibles comme des prêts ou des titres de créance, les actifs sous-jacents à un TGC synthétique sont un portefeuille de SD de diverses entités de référence, les « noms », pour lesquels le fonds multicédant de TGC est le vendeur de protection. Les flux de trésorerie tirés des actifs d'un TGC liquide sont remplacés par des versements périodiques provenant des acheteurs de protection pour le SD. Le risque en cas de défaillance est

semblable; toutefois, dans le cas d'un TGC liquide, le risque se limite aux actifs réels détenus alors que dans le cas d'un SD, l'« incident de crédit » concerne l'entité de référence.

Un TGC hybride possède un portefeuille mixte composé en partie de valeurs disponibles et en partie de SD.

TGC financés et non financés

Les TGC synthétiques peuvent être financés, non financés ou financés en partie.

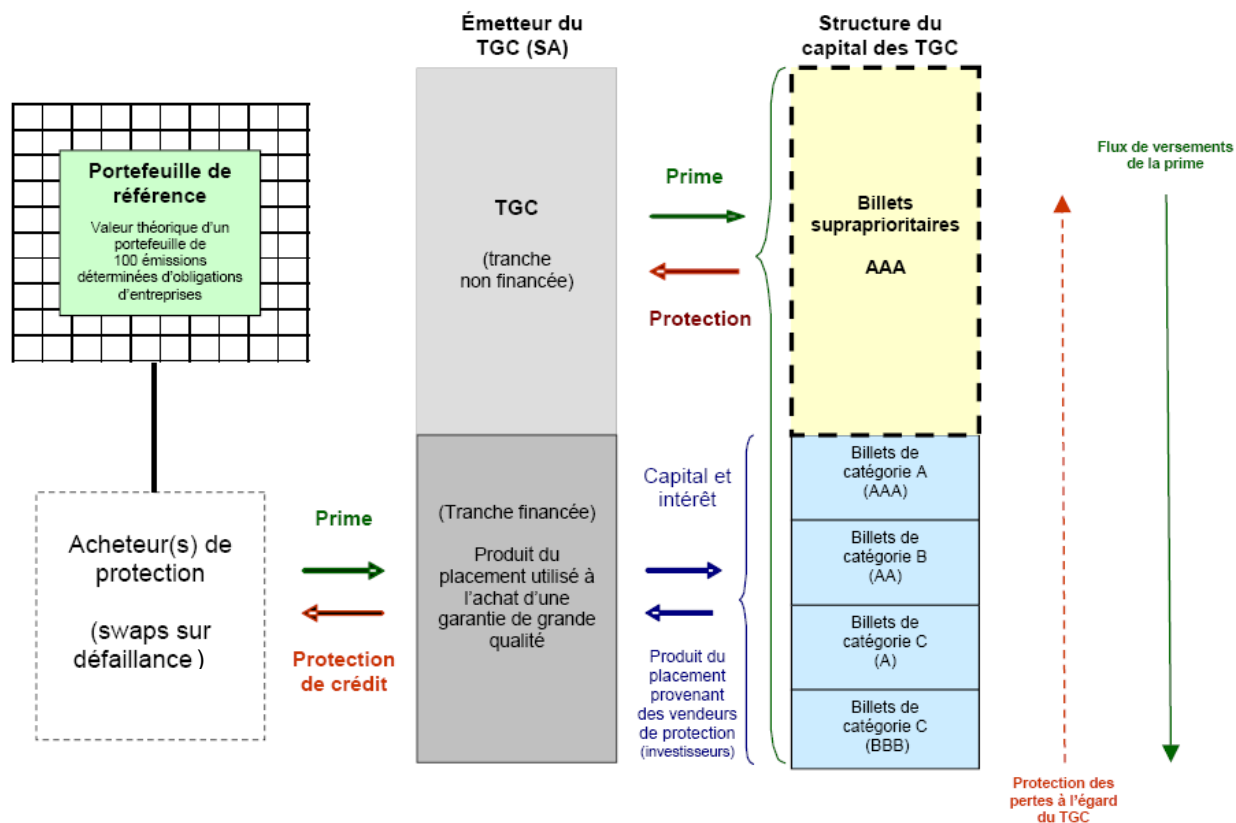
Puisqu'un TGC synthétique n'a pas à acquérir des valeurs disponibles, il n'a pas besoin des espèces tirées de la vente de billets pour financer les achats. Il peut être « financé intégralement », c.-à-d. nécessiter un paiement intégral, par l'acquisition de fonds suffisants pour régler tous les incidents de crédit possibles. Toutefois, dans le cas d'acheteurs solvables, il peut simplement accepter que les acheteurs conviennent d'effectuer un paiement lorsqu'ils sont requis de le faire afin de régler des défaillances ou peut exiger le dépôt d'une garantie partielle à l'égard de la possibilité d'un règlement en cas de défaillance.

Bon nombre de TGC synthétiques sont financés en partie. Les tranches de rang inférieur, qui comportent le risque le plus élevé de perte sur défaillance, sont entièrement financées. Dans le cas d'un véritable TGC synthétique, le TGC n'a pas besoin des fonds pour acquitter les actifs, de sorte qu'il les investit dans des titres de créance très liquides et à note élevée et se sert de l'intérêt pour l'ajouter aux versements de la prime sur le SD afin d'acquitter l'intérêt sur les billets en circulation. Les tranches de rang supérieur, qui comportent le risque de perte le plus faible, ne sont pas financées.

Cette tranche non financée la plus prioritaire est couramment appelée les « billets supraprioritaires ». L'illustration suivante présente la structure d'un TGC financé en partie par rapport aux billets supraprioritaires.

Illustration 4

Structure d'un TGC synthétique par rapport aux billets supraprioritaires



Tiré de : Présentation de DBRS à l'ACCOVAM intitulée *Fundamentals of CDO* datée du 23 avril 2008; Fabozzi, Frank et Mann, Steven, *The Handbook of Fixed Income Securities*, septième édition, 2005, page 703

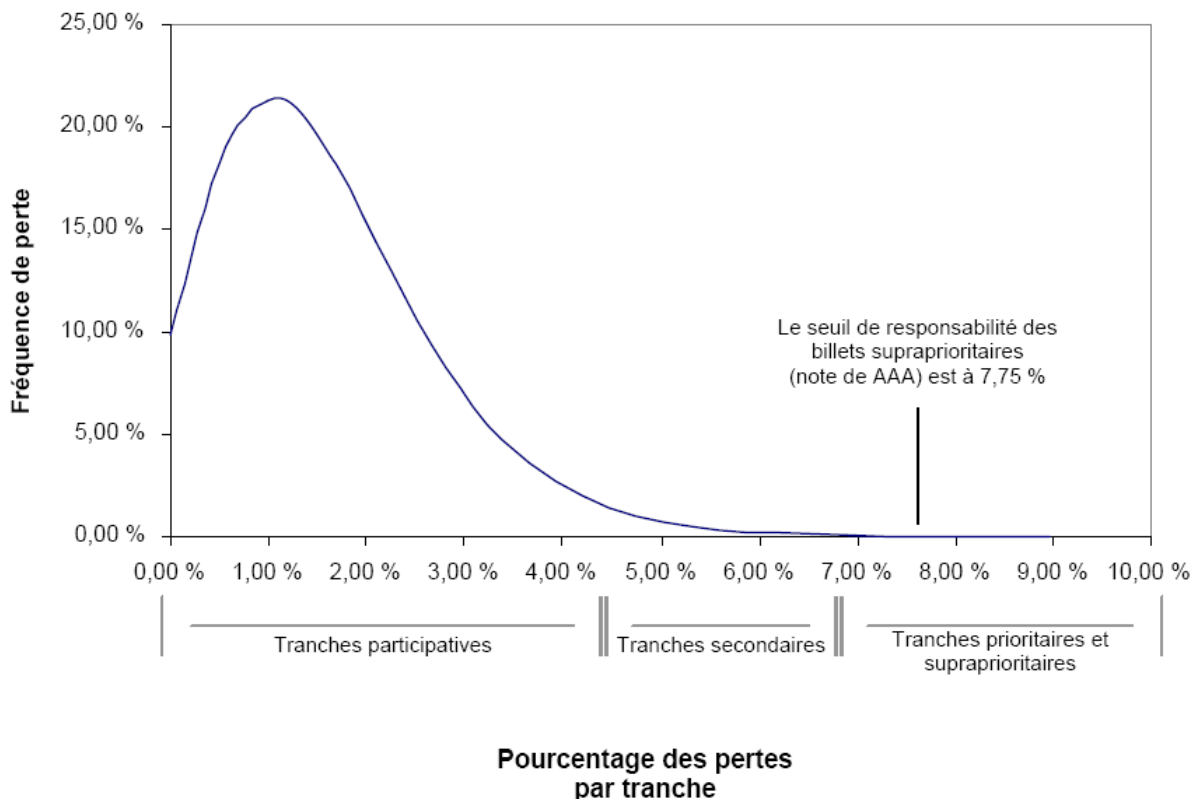
Notes de crédit des TGC

Les agences de notation du crédit accordent aux TGC des notes en fonction de la probabilité que le portefeuille de référence connaisse des pertes sur défaillance supérieures au seuil de responsabilité jusqu'à concurrence du plafond de responsabilité. Le procédé de notation du crédit dans le cas d'un TGC est différent de celui d'un titre traditionnel adossé à des créances auquel des investisseurs participent sur un pied d'égalité au rendement du portefeuille de référence dans son ensemble. Dans le cas d'un TGC, l'agence de notation établit d'abord le profil d'attribution de la perte en fonction de la probabilité de défaillance du portefeuille de référence dans son ensemble. Au moyen de modèles de la corrélation de la défaillance, de la probabilité de défaillance et du taux de recouvrement de la perte des actifs du portefeuille de

référence, elle établit un profil d'attribution de la perte, comme celui indiqué ci-après, indiquant la probabilité d'une perte sur défaillance à chaque seuil de responsabilité.

Illustration 5

Exemple de profil d'attribution des pertes d'un portefeuille de TGC de référence



Tiré de : Présentation de DBRS à l'ACCOVAM intitulée *Fundamentals of CDO* datée du 23 avril 2008

À partir de ces renseignements, l'agence de notation du crédit détermine les seuils de responsabilité qui correspondent à la probabilité de perte pour chaque tranche d'un billet de TGC à laquelle les notes de crédit particulières s'appliquent. Plus la probabilité de perte du portefeuille de référence est faible, à chaque seuil de responsabilité, plus la note de crédit accordée au billet de cette tranche spécifique est élevée. Dans l'exemple indiqué précédemment, le seuil de responsabilité à l'égard de la note de crédit la plus élevée (AAA) est de 6,75 %. Autrement dit, le modèle qu'utilise l'agence de notation évalue que la probabilité de perte sur défaillance du portefeuille de référence supérieure à 6,75 % équivaut à la probabilité d'une perte sur défaillance d'un titre de créance traditionnel noté AAA. Dans le cas des billets

supraprioritaires, le seuil de responsabilité est de 7,75 %. Comme l'indique le graphique précédent, le début de la courbe de distribution s'infléchit à environ 6,75 % et, par la suite, représente la probabilité la plus faible d'une perte sur créance.

Les points d'arrêt de ce graphique de distribution sont ensuite utilisés pour établir les « tranches » de TGC qui seront vendues aux investisseurs et pour attribuer des notes de crédit au billet relatif au TGC émis en fonction de la tranche à laquelle il participe.

Les tranches fondées sur le profil d'attribution de la perte indiqué précédemment pourraient se présenter comme ci-après.

Illustration 6

Exemple de notes et des seuils de responsabilité des tranches de TGC

Billets supraprioritaires (AAA)	
Billets de catégorie A (AAA)	← 7,75 %, début des notes supraprioritaires; notes de AAA
Billets de catégorie B (AA)	← 6,75 %, subordination aux billets de note AAA
Billets de catégorie C (A)	← 5,75 %, subordination aux billets de note AA
Billets de catégorie C (BBB)	← 5,00 %, subordination aux billets de note A
Actions (non notées)	← 4,25 %, subordination aux billets de note BBB

Tiré de : Présentation de DBRS à l'ACCOVAM intitulée *Fundamentals of CDO* datée du 23 avril 2008

Chaque partie de la créance garantie représente une tranche qui permet aux investisseurs de participer à différents niveaux du risque de perte. Les pertes ont d'abord une incidence sur la tranche participative, ensuite sur les tranches secondaires, puis sur les tranches prioritaires et supraprioritaires. Chaque tranche reçoit un paiement de prime périodique à partir du revenu généré par les actifs du portefeuille de référence, les tranches de rang inférieur offrant des primes supérieures afin de compenser le risque accru de défaillance.

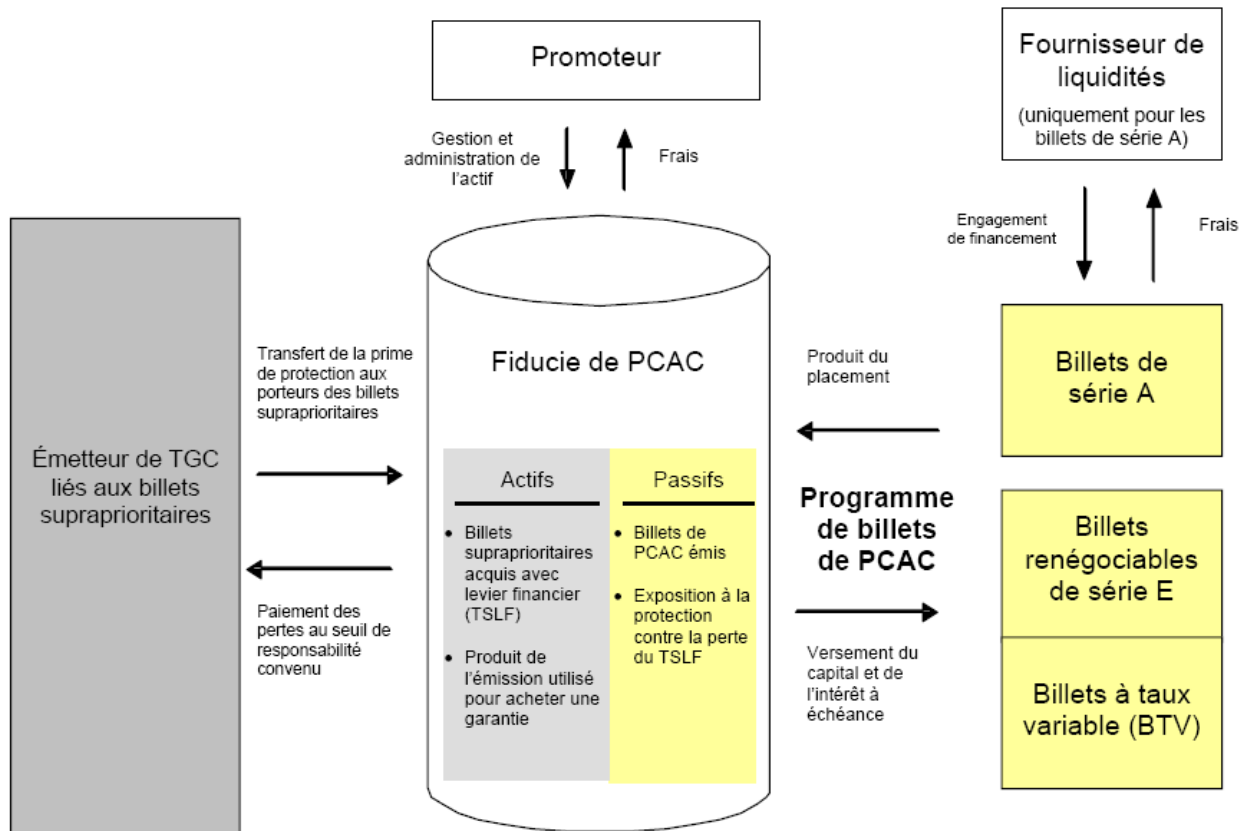
Programmes de PCAC émis par des tiers et billets supraprioritaires avec levier financier

Parce qu'ils n'avaient généralement pas un accès suffisant aux portefeuilles de prêts que les programmes de PCAC bancaires pouvaient obtenir des banques promotrices, les programmes de PCAC émis par des tiers ont largement eu recours aux TGC. Toutefois, même si les billets supraprioritaires sont assortis des notes de crédit les plus élevées et comportent le risque le plus faible de perte sur défaillance, ce qui les rend très utiles dans la création d'un programme de PCAC qui obtiendra les notes de crédit souhaitées, la prime à l'égard des billets supraprioritaires est également la plus faible de toutes les tranches et représente habituellement 6 à 8 points de base (pb).

Les programmes de PCAC émis par des tiers pouvaient augmenter le rendement en tirant parti de leur exposition aux billets supraprioritaires. Ainsi, un dépôt en garantie de 100 millions de dollars dans une fiducie de PCAC pouvait servir à obtenir un levier de 10:1 (et parfois jusqu'à 40:1) afin d'acquérir une exposition à des billets supraprioritaires d'un montant de 1 milliard de dollars. L'utilisation de tranches de billets supraprioritaires avec levier financier améliorerait le rendement nécessaire pour obtenir un écart positif entre le revenu des actifs de PCAC et l'intérêt versé aux acheteurs du PCAC, autrement dit, elle rendait les programmes de PCAC utilisant des billets supraprioritaires plus rentables⁷.

Le diagramme suivant illustre la structure d'un fonds multicédant ayant recours à des billets supraprioritaires avec levier financier comme catégorie d'actifs.

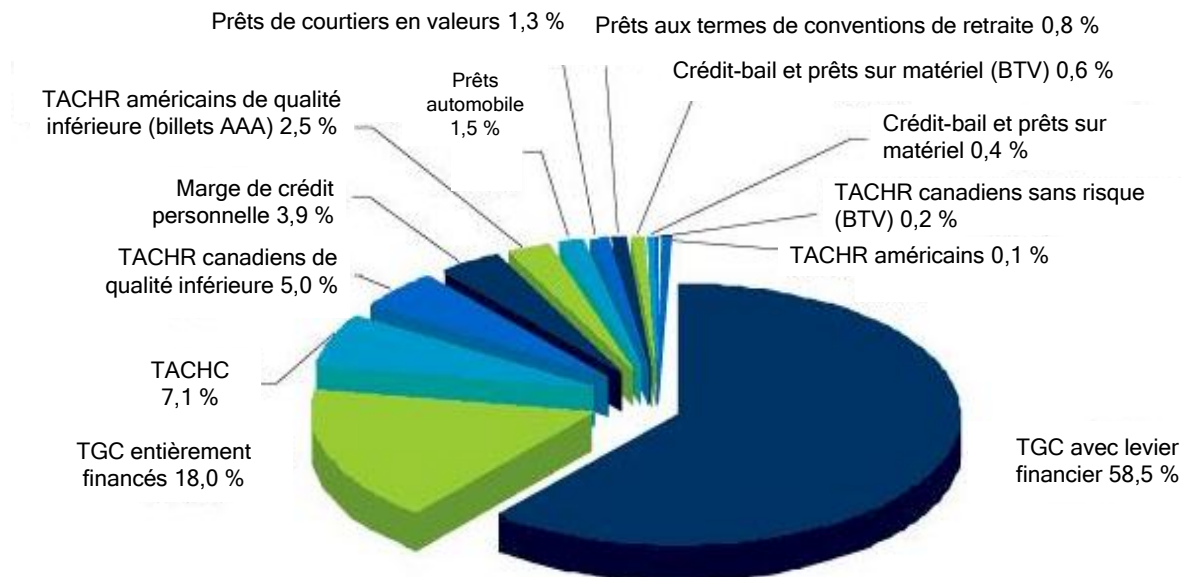
Illustration 7 Structure d'un programme de PCAC utilisant des billets supraprioritaires



Tiré de : *Information to Note holders, Proposed Restructuring of Canadian third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper*, 20 mars 2008, rédigé par le Canadian Investors Committee for third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper – pièce D – rapport de JPMorgan sur la restructuration, page 86

Le TGC avec levier financier est devenu le volet le plus important des actifs de PCAC émis par des tiers. Le diagramme suivant de DBRS indique la composition globale des fiducies de PCAC visées par catégorie d'actifs démontrant l'ampleur de leur utilisation de TGC avec et sans levier financier :

Illustration 8 Fiducies de PCAC visées par catégorie d'actifs



Source : Dominion Bond Rating Service *CDO Newsletter*, volume 2, numéro 14, 18 décembre 2007

Effets de l'utilisation de TGC par des programmes de PCAC émis par des tiers

Les caractéristiques du risque de crédit entre les programmes de PCAC traditionnels fondés sur des créances de consommateurs (des créances sur carte de crédit, prêts automobile et créances hypothécaires résidentielles) et les programmes de PCAC émis par des tiers fondés sur des billets supraprioritaires avec effet de levier sont tout à fait différentes. Les programmes de PCAC traditionnels ont, comme le suggère leur désignation, des créances qui génèrent des flux de trésorerie. Les programmes de PCAC émis par des tiers détenant des billets supraprioritaires avec effet de levier ont des passifs éventuels. Les billets supraprioritaires avec effet de levier faisaient également l'objet d'augmentations des dépôts de garantie si la valeur de marché des billets fluctuait en raison de la conjoncture du marché ou des pertes sur défaillance.

Bien que les billets supraprioritaires présentent une faible probabilité, sur le plan statistique, de perte sur défaillance, les méthodes de modélisation utilisées par DBRS pour les noter intègrent la probabilité que l'acheteur de protection exige que le vendeur de protection donne une

garantie supplémentaire. Toutefois, pour noter les TGC supraprioritaires, DBRS a recours à la même échelle de notation du crédit qu'elle utilise dans le cas des titres de créance à court et à long termes traditionnels, soit celle que les investisseurs comprenaient et à laquelle ils se sont fiés.

La complexité des structures que sous-tend le PCAC émis par des tiers rendrait difficile, même en ayant pleinement connaissance de tous les actifs du programme, la compréhension des risques qui y sont associés, particulièrement la sensibilité du portefeuille aux situations de volatilité extrême comme la crise du crédit découlant du problème des créances hypothécaires à risque élevé. À cela s'ajoutent des risques pour la structure qui sont difficiles à évaluer, comme le risque de contrepartie lié aux SD. Bien qu'en situation normale ce risque soit faible, puisque seules des institutions financières importantes et bien capitalisées participent au marché des SD, lorsque la capitalisation même de grandes institutions financières est remise en question, ces risques supplémentaires peuvent accroître l'incertitude.

Toutefois, comme il sera décrit davantage à la rubrique 11, le niveau réel de transparence était faible, et le marché n'a pas établi de distinction entre les programmes de PCAC fondés sur des actifs traditionnels et ceux utilisant des actifs financiers structurés et des instruments dérivés de crédit.

4. CONVENTIONS DE LIQUIDITÉS DE TYPE CANADIEN

La présente rubrique décrit les conventions de liquidités de type canadien utilisées de concert avec le PCAC émis par des tiers et leur rôle au cours de la crise de liquidité d'août 2007.

La clause générale relative à la désorganisation du marché que renferme la quasi-totalité des programmes canadiens de PCAC émis par des tiers a été un facteur contributif à la crise de liquidité et à l'accord de moratoire des investisseurs en août 2007.

Orientation fédérale sur les facilités de soutien aux liquidités

Tel qu'il a été indiqué précédemment, le soutien aux liquidités est un facteur clé de la note de crédit d'un fonds multicédant. Les banques sont habituellement les principaux fournisseurs de facilités de soutien aux liquidités. Parce qu'elles comportent la prise en charge de risques, les ententes de soutien aux liquidités comportent des implications au titre des capitaux régis par les règles des banques en matière de capital fixées par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF). En vertu de la loi fédérale, le BSIF supervise la réglementation prudentielle

des banques, des fiducies et des sociétés de fiducie et de prêt, des associations coopératives de crédit, des compagnies d'assurance-vie et des compagnies d'assurance multirisque de compétence fédérale. La compétence du BSIF couvre également les succursales de banques étrangères exerçant leurs activités au Canada⁸.

Les institutions financières de compétence fédérale adhèrent à des lignes directrices et à des préavis fondés sur des principes rédigés par le BSIF. Pour l'objet du présent rapport, les règles prudentielles du BSIF concernant les limites et les restrictions à l'égard de la titrisation de créances (ou d'actifs), telles qu'elles figurent dans la ligne directrice B-5 du BSIF datée de juillet 1994 et révisée en novembre 2004 et jointes au préavis du BSIF de janvier 2005 sont particulièrement importantes.

Le BSIF ne supervise pas les entreprises qui ont créé le PCAC non bancaire. Ces entreprises ne sont pas assujetties à la ligne directrice B-5 du BSIF. Le BSIF nous a informés que la ligne directrice B-5 ne s'applique pas aux banques étrangères qui ont négocié l'ensemble des marges de liquidité destinées aux fonds multicédants de PCAC non bancaire. Il nous a de plus informés que la plupart des banques avec lesquelles ces entités non bancaires traitaient étaient des banques étrangères non soumises à la compétence du BSIF⁹.

Une institution financière de compétence fédérale peut exécuter une ou plusieurs fonctions dans le cadre d'une opération de titrisation de créances.

Le BSIF n'oblige pas les institutions financières à utiliser des types particuliers de garanties des liquidités; ses lignes directrices établissent plutôt des exigences à l'égard de la détention de capitaux bancaires, et ces exigences se fondent sur le risque auquel la banque s'expose.

Aux termes de la ligne directrice B-5 du BSIF datée de novembre 1994, une banque qui fournit une ligne de crédit à une structure d'accueil peut considérer que la partie non utilisée de cette ligne constitue un engagement de prêt ordinaire (c.-à-d. un engagement de prêt de 0 % si sa durée est de moins de un an et d'un engagement de prêt de 50 % si sa durée est de plus de un an) aux fins du calcul de son exposition à la structure d'accueil si i) la ligne de crédit a bénéficié d'une amélioration subordonnée importante ou ii) au moins 25 % de la ligne de crédit a été syndiquée à un tiers indépendant avec l'avantage d'une protection de premier niveau contre les pertes de la part d'un tiers. Autrement, l'engagement non financé serait une amélioration (un équivalent de prêt de 100 %) ou une ligne de crédit de premier niveau en cas de perte (une déduction du capital). La ligne directrice du BSIF a fait état des lignes de crédit

qui s'appliquent en cas de « désorganisation du marché » sans élaborer davantage sur le sens de cette expression, aussi appelée maintenant « perturbation des marchés ».

La pratique utilisée par les fonds multicédants de PCAC émis par des tiers au Canada a été d'obtenir un soutien aux liquidités qui ne pouvait être utilisé qu'à la survenance d'une « désorganisation générale du marché », ce qu'on a fini par appeler les « liquidités de type canadien ».

À l'opposé, aux États-Unis, il était fréquent pour une facilité de soutien aux liquidités de couvrir tout écart en termes d'actifs et de passifs, peu importe la désorganisation du marché ou la réduction du crédit relatif aux actifs sous-jacents, ce qu'on appelle couramment un soutien aux liquidités de type international.

Le BSIF nous a informés que la plupart des banques canadiennes n'avaient généralement que des marges en cas de désorganisation générale du marché à l'égard de leurs fonds multicédants de PCAC au Canada. Au moins une grande banque canadienne a modifié cette pratique il y a peu de temps et a constitué des marges de type international à l'intention de ses fonds multicédants canadiens. Toutes les grandes banques canadiennes n'avaient des marges de type international qu'à l'égard de leurs fonds multicédants aux États-Unis puisque les investisseurs de ce pays insistaient pour obtenir de tels types de marges ainsi que deux notes.

En août 2007, 79 % des programmes de PCAC émis par des tiers disposaient d'ententes de liquidité assorties de dispositions en cas de « désorganisation générale du marché »¹⁰. Certains fournisseurs de liquidités ont respecté ces ententes, d'autres pas.

Position des agences de notation américaines à l'égard des conventions de liquidités de type canadien

Des agences de notation américaines ont fait valoir que le paiement en temps opportun n'était pas garanti si la protection en cas de transfert n'était pas particulière au programme de l'émetteur. Standard & Poor's¹¹ a souligné des circonstances au cours desquelles les problèmes de liquidité auraient pu survenir même en l'absence de perturbation du marché ou d'une baisse de la qualité des actifs de PCAC. Moody's a cité en exemple l'attaque de la ville de New York le 11 septembre 2001 et a souligné que les marges de liquidité canadiennes étaient tellement restrictives qu'elles ne pourraient être mobilisées advenant un événement de cette nature¹².

Dans un rapport daté du 1^{er} août 2002 intitulé *Leap of Faith: Canadian ABCP Often Lacks Liquidity Backup*, Standard & Poor's a fait les commentaires suivants sur les conventions de liquidités de type canadien :

[Traduction] Une caractéristique spéciale du PCAC canadien est que la structure des fonds multicédants n'intègre habituellement pas les facilités de soutien aux liquidités qui sont largement disponibles. Cette démarche pourrait actuellement réduire les frais pris en charge par les promoteurs des fonds multicédants ou des émetteurs en leur permettant d'offrir une forme de liquidité très limitée (...)

Sans marge de liquidité, il existe d'autres façons concevables au moyen desquelles un fonds multicédant pourrait tenter d'assurer la gestion pendant un problème de refinancement, comme une vente d'actifs, la vente de papier commercial à un autre fonds multicédant géré par la même banque ou le recours à un soutien général de la part de la banque promotrice. Chacune de ces solutions oblige à croire aveuglément que le soutien aux liquidités sera de fait disponible, une réaction primaire inadéquate au risque de liquidité à l'égard d'un fonds multicédant qui a besoin d'obtenir une notation de PC de bonne qualité¹³.

Le commentaire souligne que les marges de liquidité de type canadien auraient pu bénéficier des coûts ou des frais inférieurs par rapport aux ententes de type international, ce qui implique que l'engagement des fournisseurs de liquidités aux termes d'ententes de type canadien était limité. Les promoteurs de PCAC pouvaient tirer parti des frais inférieurs et d'un écart positif accru pour leurs programmes en choisissant les ententes de liquidité de type canadien par rapport à une entente de type international, pourvu qu'ils obtiennent la note de crédit souhaitée en faisant ce choix.

Dans un article intitulé *Le marché canadien du papier commercial adossé à des créances : évolution et enjeux* publié dans sa *Revue du système financier 2003*, la Banque du Canada a mentionné le problème des conventions de liquidités au Canada. Elle a fait état que 95 % du PCAC canadien s'était vu accorder la note de R-1 (élevée) par DBRS¹⁴ et a décrit la position de DBRS à l'égard de la question de liquidité de type canadien et de type international de la façon suivante :

DBRS soutient que le PCAA canadien est déjà entièrement protégé contre l'asymétrie des déchéances et les problèmes de détérioration du crédit, grâce aux

rehaussements du crédit et aux pratiques opérationnelles en place. Elle juge donc superflu d'intégrer aux facilités de trésorerie une protection supplémentaire contre le risque de crédit calqué sur le modèle américain¹⁵.

DBRS a continué d'accorder à la plupart du PCAC canadien sa note la plus élevée, R-1 (élevée). La Banque du Canada en est venue à la conclusion suivante : « Bien que le PCAA comporte des risques juridiques et des risques de liquidité qui sont inhérents au processus de titrisation, le milieu canadien des investisseurs ne semble pas s'en inquiéter outre mesure¹⁶. »

En novembre 2004, après un processus de consultation, le BSIF a publié une révision de la ligne directrice B-5 qui renfermait la définition suivante :

Par « désorganisation des marchés », on entend une désorganisation du marché canadien des effets de commerce attribuable à l'incapacité des émetteurs canadiens d'effets de commerce, y compris la structure ad hoc, d'émettre un effet de commerce, lorsque l'incapacité n'est pas imputable à la réduction de la qualité du crédit de la structure ad hoc ou d'un initiateur ou de la détérioration du rendement des actifs de la structure ad hoc.

Cette définition n'a pas modifié les décisions des agences de notation des États-Unis de s'abstenir de noter le PCAC canadien.

Projet de préavis du BSIF de juin 2008

Le 19 juin 2008, le BSIF a publié un projet de préavis indiquant ses nouvelles attentes à l'égard des activités de titrisation des banques. Plus particulièrement, les exigences suivantes ont été établies¹ :

- le facteur de conversion en équivalent crédit de zéro pour cent à l'égard des lignes de crédit disponibles ou du soutien aux liquidités en cas de perturbation générale des marchés est éliminé et fera l'objet du même traitement au titre du capital que les facilités de soutien aux liquidités de type international. Cela tient davantage compte du risque réel pris en charge par les entités fédérales et correspond aux modifications en cours des règles de capital en vertu de l'approche de Bâle II;
- la clarification des rôles de promotion que les entités fédérales jouent à l'égard d'un moyen de titrisation, notamment l'information continue sur la promotion du moyen de

titrisation et une évaluation de l'incidence de ces rôles de promotion sur le risque éventuel d'atteinte à la réputation;

- à compter du 15 septembre 2008, deux notes de crédit externes seront requises afin d'appliquer des pondérations du risque lié aux notes à la plupart des opérations de titrisation. Le préavis rappelle aux entités fédérales que les notes de crédit externes ne sont qu'une indication de la qualité des expositions et ne devraient pas être le seul facteur pris en considération pour prendre des décisions de placement.

Variations des critères applicables à la perturbation générale des marchés utilisés dans les conventions de liquidités

Ni les conventions de liquidités ni l'identité des fournisseurs de liquidités des programmes de PCAC émis par des tiers ne sont divulguées publiquement. Toutefois, nous avons pu obtenir et examiner les clauses générales de perturbation des marchés figurant dans des conventions de liquidités utilisées par les programmes de PCAC dont deux courtiers membres de l'OCRCVM faisaient la promotion, Corporation de valeurs mobilières Dundee (Dundee) et Financière Banque Nationale Inc. (FBN), qui étaient mises à la disposition de DBRS, des fournisseurs de liquidités et du fonds multicédant. Elles indiquent des variations entre les deux conventions à l'égard de différents fonds multicédants dont le promoteur est le même courtier membre et des ententes comportant des fournisseurs de liquidités différents participant au même programme de PCAC.

Ainsi, une convention intervenue entre MMAI-I Trust, dont FBN est le promoteur, et un fournisseur bancaire étranger, a défini l'expression comme suit :

[Traduction] Un cas de perturbation des marchés signifie une perturbation généralisée du marché canadien du PCAC qui ne se limite pas à un seul émetteur de PCAC canadien et qui entraîne l'incapacité du [nom du fonds multicédant] à émettre des billets de série A et de catégorie A d'un montant suffisant pour financer le remboursement de la totalité du capital et de l'intérêt, le cas échéant, sur les billets de série A et de catégorie A lorsqu'ils viennent à échéance ou sont exigibles et détenus par des tiers (le PC venant à expiration ou le « montant du remboursement du PC »), laquelle incapacité du [nom du fonds multicédant] à émettre des billets de série A et de catégorie A pour rembourser ceux qui viennent à échéance ou qui sont exigibles n'est pas le résultat d'une diminution de la

solvabilité du [nom du fonds multicédant] ni une détérioration du rendement des actifs du [nom du fonds multicédant] et est attestée par la remise d'un avis réel de perturbation des marchés.

Une convention intervenue entre un autre fonds multicédant dont la FBN est le promoteur, Ironstone Trust, et un fournisseur canadien de liquidités bancaires comprenait la définition suivante :

[Traduction] Par perturbation des marchés, on entend une perturbation du marché du papier commercial canadien entraînant l'incapacité des émetteurs de papier commercial canadien, y compris l'emprunteur, à émettre du papier commercial si l'incapacité ne découle pas d'une diminution de la solvabilité de l'emprunteur ou d'un initiateur ou d'une détérioration du rendement des actifs de l'emprunteur.

La première définition renvoie à une perturbation générale tandis que la dernière ne concerne qu'une perturbation; la première indique que la perturbation ne peut se limiter à un seul émetteur de PCAC, tandis que la dernière utilise l'expression générale « émetteurs de papier commercial canadien ».

Pour illustrer les différences entre les conventions de liquidités conclues par le même fonds multicédant avec différents fournisseurs de liquidités, Skeena Capital Trust, dont Dundee était le promoteur, avait des conventions de liquidités qui prévoyaient les définitions suivantes :

[Traduction]

1. Avec une banque canadienne :

On entend par perturbation des marchés, à une date quelconque, une perturbation généralisée du marché du PCAC canadien qui ne se limite pas à un seul fonds multicédant de PCAC canadien entraînant l'incapacité de l'emprunteur à émettre du PCAC d'un montant égal au montant exigible à l'égard du PCAC venant à échéance à cette date, incapacité qui ne découle ni d'une diminution de la solvabilité de l'emprunteur ni d'une détérioration du rendement des actifs de l'emprunteur et qui est confirmée de façon définitive par l'agence de notation quant à la note actuelle qu'elle a accordée à cette date.

2. Avec une banque étrangère :

On entend par cas de perturbation des marchés, à une date quelconque, une perturbation généralisée du marché du marché du PCAC canadien qui ne se limite pas aux fonds multicédants d'un seul promoteur, ainsi qu'elle est confirmée de façon définitive conformément aux alinéas 2) b) ii) de l'avis anticipé connexe et qui se traduit par l'incapacité de l'emprunteur à émettre du papier commercial d'un montant correspondant au montant exigible à l'égard du papier commercial venant à échéance à cette date, incapacité qui ne découle ni d'une diminution de la solvabilité de l'emprunteur ni d'une détérioration du rendement des actifs de l'emprunteur telle qu'elle est définitivement confirmée au moyen d'une confirmation à cette date délivrée par DBRS d'une note R-1 (élevée) sur les billets de série A.

3. Avec une autre banque étrangère :

Par cas de perturbation des marchés, à une date quelconque, on entend une perturbation générale des marchés du PCAC canadien entraînant l'incapacité des émetteurs de PCAC canadien, y compris la fiducie, à émettre du PCAC, si cette incapacité ne découle pas d'une diminution de la solvabilité de la fiducie ou d'une détérioration du rendement des actifs de la fiducie, qui est confirmée de façon définitive au moyen de la confirmation par DBRS des notes actuelles qu'elle a accordées aux billets de série A en circulation à une telle date.

La première et la deuxième définitions s'apparentent à l'entente visant MMAI-I citée en premier en ce qu'elle renvoie à une perturbation ayant une incidence sur plus d'une entité. La troisième disposition utilise des termes plus généraux que la deuxième entente de MMAI-I citée.

5. NOTES DE CRÉDIT

La présente rubrique décrit le rôle joué par les notes de crédit du PCAC et le processus utilisé pour les établir. Bien que cet aspect ne fasse pas l'objet du présent rapport, il y a eu un certain nombre de rapports portant sur les agences de notation suscités par la crise du crédit qui sont indiqués dans la bibliographie. La liste des organismes qui ont produit des rapports comprend la Banque du Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, la Securities and Exchange Commission des États-Unis et l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

Les agences de notation de crédit ont une influence sur les marchés des capitaux parce qu'elles agissent comme relayers de l'information qui se spécialisent dans l'évaluation de la solvabilité de sociétés qui émettent des titres d'emprunt. Elles ont acquis une importance déterminante sur les marchés des capitaux parce que les notes qu'elles accordent sont utilisées comme moyen d'atténuer les asymétries de l'information qui existent entre les émetteurs et les investisseurs. Simultanément, elles ont acquis une influence considérable sur les intervenants du marché parce que leurs évaluations de la solvabilité ont commencé à être considérées comme faisant autorité.

Trois des principales agences de notation de crédit au monde sont établies aux États-Unis : Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Elles exercent également des activités au Canada; toutefois, DBRS procure des services de notation à l'égard de 99 % de l'ensemble des sociétés émettrices de papier commercial au Canada et de 98,6 % du marché des titres adossés à des créances. DBRS était également la seule agence de notation des programmes de PCAC émis par des tiers au Canada¹⁷. Le reste de la présente rubrique traitera donc uniquement des processus qu'a utilisés DBRS à l'égard du PCAC émis par des tiers au Canada.

Au Canada, DBRS ne fait l'objet d'aucune réglementation officielle. Son personnel a toutefois rencontré volontairement le personnel de l'OCRCVM, lui a fourni des documents écrits à l'égard de ses processus, a répondu aux questions concernant à la fois le processus de notation en général et de notation du PCAC en particulier et a par ailleurs aidé à la rédaction du présent rapport.

Processus de notation du crédit

Dans le cas des produits de financement structurés, les titres sont habituellement émis par des structures d'accueil afin de financer les opérations sous-jacentes. Afin d'évaluer adéquatement ces structures, le processus d'évaluation comporte deux étapes : l'examen de la structure d'accueil et celui de l'opération particulière qui doit être financée par cette structure.

À un niveau général, l'examen et l'approbation de la structure d'accueil comportent les étapes suivantes¹⁸ :

- une rencontre initiale entre DBRS et le promoteur afin d'aborder l'organisation de la structure d'accueil;

- la délivrance d'une lettre d'engagement afin de formaliser et de confirmer les modalités de la mission;
- la collecte de renseignements sur le promoteur afin d'évaluer ses capacités sur le plan financier et de l'exploitation;
- l'examen de la structure juridique;
- la rédaction du rapport de notation, qui met l'accent sur les caractéristiques structurelles, le rôle joué par diverses parties et les facteurs d'atténuation structurels, comme les cibles de notation à l'égard des vendeurs, des agents serveurs et des fournisseurs d'une amélioration des modalités de crédit;
- la détermination de la note par le comité de notation;
- l'examen du communiqué de presse et du rapport de notation provisoire par le promoteur afin d'y déceler des inexactitudes factuelles et de s'assurer qu'ils ne renferment pas de renseignements confidentiels.

En règle générale, le comité de notation se penche sur chaque achat d'actifs par un programme de PCAC. Dans le cas d'un achat de PCAC, DBRS remettra habituellement une lettre de confirmation de la note du fonds multicédant.

L'examen des opérations particulières devant être financées au moyen de la structure d'accueil consiste en certains éléments habituels, y compris la personne-ressource au sein de la direction, les exigences d'information particulières et l'examen des documents, l'examen du vendeur, la détermination d'une amélioration des modalités de crédit et l'examen du comité de notation.

En raison des ententes de confidentialité conclues avec des promoteurs des programmes de PCAC émis par des tiers et d'autres restrictions en matière de confidentialité, DBRS n'a pas pu divulguer au public les renseignements concernant la composition des actifs sous-jacents et son rendement connexe.

Échelle de notation

DBRS utilise différentes échelles pour la notation des créances à long terme et à court terme, même si l'approche de base en ce qui concerne la notation du papier à long terme et à court terme est semblable.

L'échelle distincte utilisée pour le papier à court terme illustre la grande importance accordée aux facteurs propres à la liquidité découlant du décalage entre la longue durée des actifs sous-jacents et la courte durée des passifs. La liquidité est prise en considération dans les notes à long terme également, mais son importance est accrue dans le cas du papier à court terme. Les promoteurs soutiennent les notes au moyen de facilités de soutien aux liquidités et d'améliorations des modalités du crédit, ainsi qu'il est décrit dans la partie 2, ainsi qu'au moyen de la supervision des actifs du fonds multicédant.

Dans le cas du papier à court terme, la note R-1 (élevée) constitue la note de crédit de meilleure qualité de DBRS. Dans le cas du PCAC, les notes s'appliquent aux billets émis par le fonds multicédant et non aux portefeuilles individuels qui génèrent les flux de trésorerie. La note R-1 (élevée) correspond aux trois notes de crédit accordées au papier à long terme : AAA, AAH et parfois AA¹⁹.

Surveillance permanente des notes de crédit

Chaque promoteur est généralement tenu de remettre à DBRS un rapport mensuel qui fait le survol du rendement de chaque achat effectué par la structure d'accueil et le portefeuille d'ensemble de cette structure et d'aviser sans délai DBRS de tout événement déclencheur d'un engagement et de toute mesure proposée en vue de régler la situation.

Le groupe de surveillance de DBRS examine généralement le rapport mensuel provenant du promoteur, remet, au besoin, un avis à l'analyste responsable de la notation d'un manquement à un engagement et consigne un tel manquement, ainsi que les opérations en difficulté, sur la « liste de surveillance » des examens mensuels suivants²⁰.

Préavis de DBRS de novembre 2006

En novembre 2006, DBRS a publié un préavis à l'intention des « participants au marché ». Le préavis soulignait la croissance rapide et la concentration de l'utilisation par les PCAC d'actifs financiers structurés et la conjoncture du marché qui faisaient en sorte que les rendements pour les vendeurs de protection étaient moins intéressants qu'auparavant. DBRS a annoncé dans le préavis que les programmes utilisant de tels actifs devraient s'attendre à des approbations plus restrictives quant aux opérations futures. Elle a également souligné que les programmes existants faisaient l'objet d'améliorations des modalités du crédit par rapport à des seuils minimaux quant à chaque catégorie de notes. (Se reporter à l'annexe C.)

Modification des exigences à l'égard des conventions de liquidités

En janvier 2007, DBRS a modifié ses critères de notation des TGC à l'égard des opérations d'actifs financiers structurés de type arbitrage afin d'exiger, entre autres, des conventions de liquidités de type international. Toutefois, la modification ne s'est pas appliquée aux programmes de PCAC émis par des tiers existants, mais uniquement aux nouveaux programmes de PCAC.

6. COMPENSATION, RÈGLEMENT ET GARDE DU PCAC

La présente rubrique décrit les ententes de compensation, de règlement et de garde qui ont favorisé le placement du PCAC.

Processus

Un élément clé du placement à grande échelle de tout instrument financier est son réseau de placement : les processus d'émission, de compensation et de règlement des opérations et la garde du titre. Ces processus doivent être efficaces et efficaces pour qu'un titre soit détenu par un grand nombre de personnes.

Un système de dépôt central est un système d'inscription en compte électronique qui consigne et conserve les titres et consigne leur transfert, ce qui permet les changements de propriété sans mouvement physique des titres ou signature d'un acte de transfert. Le transfert de la propriété est effectué par le transfert des titres d'un compte à un autre.

Au Canada, le dépositaire central de titres est La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). CDS facilite le processus de compensation et de règlement des titres de participation, des titres de créance, des titres du marché monétaire canadiens négociés en bourse et hors bourse qui respectent ses critères, y compris le PCAC.

Pour qu'un émetteur puisse avoir ses titres compensés et réglés par CDS, il doit être admissible à titre d'adhérent de CDS ou conclure une entente avec un adhérent de CDS. Dans le dernier cas, l'émetteur retient les services d'un ou de plusieurs adhérents de CDS pour jouer deux rôles cruciaux : celui d'agent émetteur et payeur et celui d'agent placeur.

Parce que les programmes de PCAC étaient structurés sous forme d'une fiducie plutôt que sous forme d'une société, d'autres parties ont participé au processus d'émission et de placement. Une fiducie n'est pas une personne morale distincte en vertu du droit canadien. Une

fiducie est une relation créée à l'égard de biens qui appartiennent aux bénéficiaires de la fiducie. Les rôles suivants font partie intégrante de la structure et du placement d'un programme de PCAC d'un fonds multicédant :

- fiduciaire aux termes de l'acte de fiducie

Le fiduciaire aux termes de l'acte de fiducie agit à titre de mandataire des porteurs de billets. Il lui incombe de recevoir les paiements de tiers et de les remettre aux porteurs de billets.

- fiduciaire émetteur

Le fiduciaire émetteur acquiert le titre de propriété des biens de la fiducie et il lui incombe d'exercer les activités de la fiducie. En général, le fiduciaire émetteur nomme des agents chargés des activités de la fiducie. Le fiduciaire émetteur, toutefois, a le pouvoir ultime d'exercer un contrôle sur la fiducie et ses biens.

- agent administratif

L'agent administratif exerce les activités quotidiennes. Les fonctions de l'agent administratif concernent généralement l'émission, la vente et le remboursement des billets de PCAC. L'agent administratif est souvent le promoteur ou un membre du groupe du promoteur. Dans certains cas, il s'agit d'un tiers indépendant. Dans le cas des fonds multicédants créés par les courtiers membres de l'OCRCVM, le courtier membre lui-même ou la banque mère du courtier membre agit comme agent administratif.

- agent émetteur et payeur

L'agent émetteur et payeur est chargé du règlement et de la tenue des registres relatifs à l'émission et au remboursement des billets de PCAC. Les remboursements sont effectués par l'entremise de CDS. Habituellement, cette fonction est exécutée par une banque ou une société de fiducie.

- agent placeur principal

Tous les programmes de PCAC nomment un ou plusieurs agents placeurs principaux afin de coordonner la vente réelle des billets de PCAC. L'agent placeur principal travaille en étroite relation avec l'agent administratif afin de déterminer le montant nominal ou le montant du capital, les échéances, les taux d'intérêt ou

d'escompte et les coupures des billets de PCAC devant être émis. Un groupe limité de banques et de courtiers membres de l'OCRCVM ont agi comme agents placeurs principaux pour le PCAC.

- agent placeur secondaire

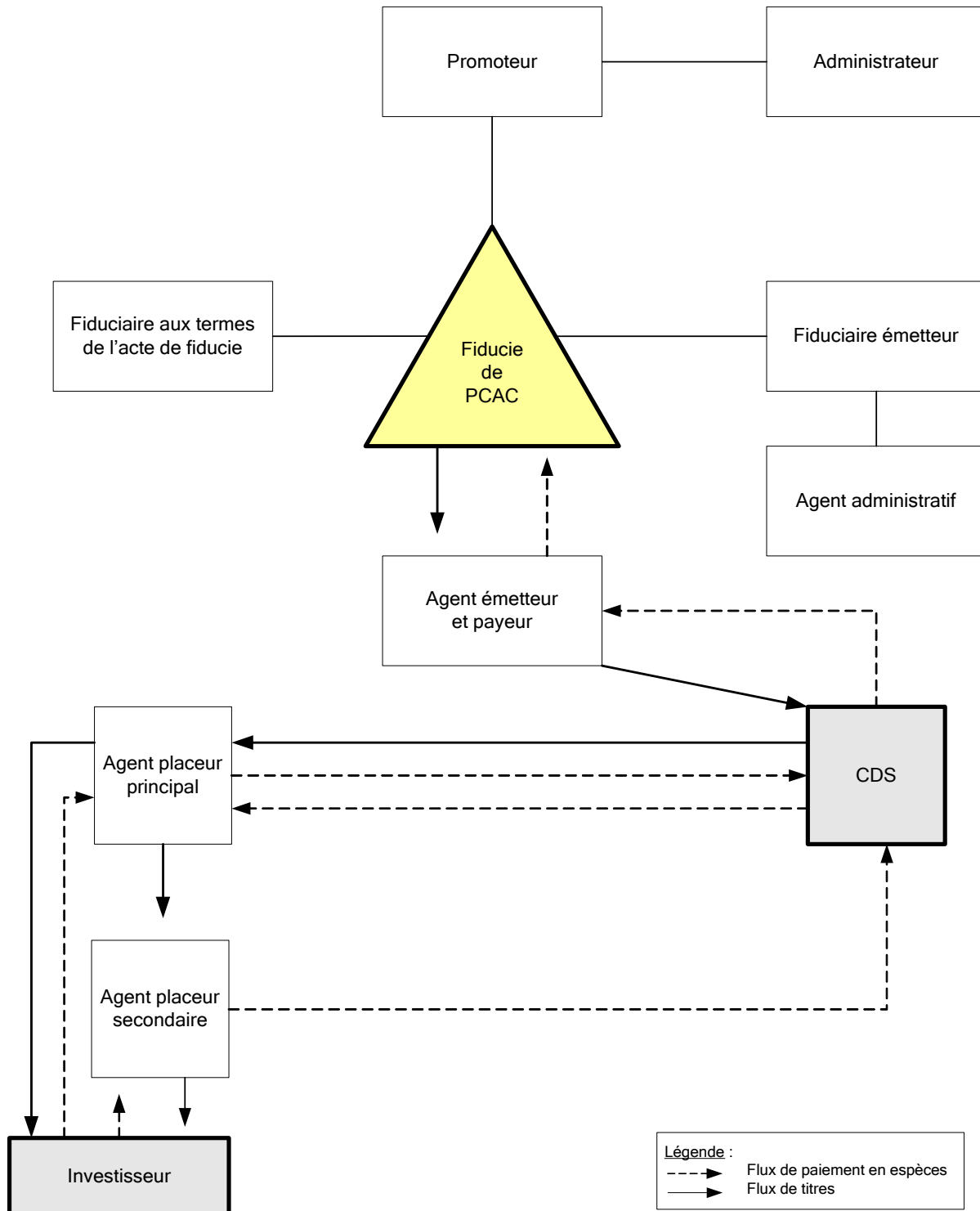
Un agent placeur principal peut effectuer une vente directement à un client ou à une contrepartie. La contrepartie, qui est également un adhérent de CDS, peut vendre des billets de PCAC à un client ou les détenir dans son portefeuille aux fins d'un placement ou d'une revente future à un client. Un petit groupe de courtiers membres de l'OCRCVM ont agi comme agents placeurs secondaires.

La rubrique du présent rapport portant sur l'analyse de conformité fait état des activités des courtiers membres de l'OCRCVM à titre de créateur ou d'agent placeur quant au PCAC émis par des tiers.

Le diagramme suivant présente le rôle de ces parties dans le réseau de placement du PCAC :

Illustration 9 Structure de placement et d'administration du PCAC

Structure et réseau de placement du PCAC



L'admissibilité au traitement par inscription en compte de CDS a augmenté l'efficacité du placement au Canada du PCAC émis par des tiers auprès des investisseurs individuels.

7. PROMOTEURS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

La présente rubrique décrit les promoteurs des fonds multicédants de PCAC émis par des tiers ainsi que leur structure de propriété.

Les sept promoteurs des 22 fonds multicédants de PCAC émis par des tiers visés par le gel d'août 2007 étaient les suivants :

Tableau 2
Promoteurs des programmes de PCAC

	Fonds multicédant	Promoteur
1.	Apollo Trust	Coventree Inc.
2.	Aurora Trust	Coventree Inc.
3.	Comet Trust	Coventree Inc.
4.	Gemini Trust	Coventree Inc.
5.	Planet Trust	Coventree Inc.
6.	Rocket Trust	Coventree Inc.
7.	Slate Trust	Coventree Inc.
8.	Structured Asset Trust	Nereus Financial Inc.
9.	Structured Investment Trust III	Nereus Financial Inc.
10.	Ironstone Trust	Financière Banque Nationale Inc.
11.	MMAI Trust	Financière Banque Nationale Inc.
12.	Silverstone Trust	Financière Banque Nationale Inc.

13.	Aria Trust	Newshore Financial Services Inc.
14.	Encore Trust	Newshore Financial Services Inc.
15.	Newshore Canadian Trust	Newshore Financial Services Inc.
16.	Opus Trust	Newshore Financial Services Inc.
17.	Symphony Trust	Newshore Financial Services Inc.
18.	Apsley Trust	Metcalfe & Mansfield Capital Corp.
19.	Devonshire Trust	Metcalfe & Mansfield Capital Corp.
20.	Whitehall Trust	Metcalfe & Mansfield Capital Corp.
21.	Selkirk Funding Trust	Securitus Capital Corp.
22.	Skeena Capital Trust	Corporation de valeurs mobilières Dundee

Des courtiers membres de l'OCRCVM étaient promoteurs des fonds multicédants en ombragé.

Du total de 35 milliards de dollars des dettes impayées sur le PCAC émis par des tiers en août 2007, les programmes dont Coventree Inc. (Coventree) et sa filiale Nereus Financial Inc. étaient les promoteurs représentaient 16 milliards de dollars, soit 46 %. Les courtiers membres de l'OCRCVM étaient promoteurs à l'égard d'une tranche de 6 milliards de dollars, soit 18 % des dettes relatives au PCAC gelé : Financière Banque Nationale Inc. (FBN) à hauteur de 12 % et Corporation de valeurs mobilières Dundee (Dundee), de 6 %.

Affiliation importante ou participation à l'égard des promoteurs de programmes de PCAC

Coventree Inc.

Coventree a été fondée en 1998 sous la dénomination Coventree Capital Group Inc. Comme il a été indiqué précédemment, elle a pavé la voie aux programmes de PCAC émis par des tiers à partir de 2002.

Coventree est devenue une société ouverte en 2006. Avant son premier appel public à l'épargne, son actionnaire principal était la Caisse de dépôt et placement du Québec (la

« Caisse »). Après le premier appel public à l'épargne, la Caisse détenait une participation financière de 9,99 %.

Coventree avait une participation de 75,5 % dans Nereus Financial Inc. (« Nereus »), un autre promoteur. Dans son prospectus de novembre 2006, Coventree a également révélé qu'elle détenait un peu moins de 10 % d'une autre société ouverte, Xceed Mortgage Corporation (« Xceed »), un initiateur de créances hypothécaires à risque élevé au Canada. Xceed a été formée en 1997 et est devenue une société ouverte en 2004.

Corporation de valeurs mobilières Dundee (« Dundee »)

Dundee est une filiale en propriété exclusive indirecte de DundeeWealth Inc., une société inscrite en bourse et un courtier membre de l'OCRCVM.

En septembre 2007, La Banque de Nouvelle-Écosse a fait l'acquisition d'une participation en actions de 18,8 % dans DundeeWealth Inc.

Metcalfe & Mansfield Capital Corp. (« Metcalfe »)

Metcalfe est une filiale de Quanto Financial Group (« Quanto »). Deux des actionnaires principaux de Quanto sont la Financière Banque Nationale et Deutsche Bank Canada. Deutsche Bank valeurs mobilières Ltée, un courtier membre de l'OCRCVM, est membre du groupe de Deutsche Bank Canada.

Quanto et Metcalfe ont été constituées en mai 2006, au moment où la Financière Banque Nationale (« FBN ») a transféré son volet de placement de gros, Opensky Capital, à Quanto et une partie de son entreprise de financement structuré et de titrisation à Quanto et à Metcalfe. Selon un communiqué de presse publié à ce moment, FBN devait conserver une participation minoritaire dans Quanto, les autres investisseurs étant une entreprise de capitaux propres privée établie à Montréal, Partenaires d'actions Redfern Inc., et un investisseur institutionnel européen non déterminé.

Financière Banque Nationale Inc.

FBN est une filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada, qui est également propriétaire de trois autres courtiers membres de l'OCRCVM : Financière Banque Nationale Ltée, NBCN Inc., et Courtage Direct Banque Nationale Inc.

Nereus Financial Inc. (« Nereus »)

Nereus est issue de la scission de Coventree et est exploitée de façon autonome. La participation de 24,5 % dont Coventree n'est pas propriétaire est détenue par des employés actuels et antérieurs. Aux fins de son information financière à titre d'émetteur, les états financiers de Nereus sont consolidés avec ceux de Coventree.

Newshore Financial Services Inc. (« Newshore »)

Newshore fait partie de Newshore Capital Group Inc. Nous n'avons pas été en mesure d'obtenir des renseignements publics sur cette entité.

Securitus Capital Corp. (« Securitus »)

Securitus est une société fermée fondée en 2006 et il s'agit de la dernière entreprise à percer le marché canadien des PCAC émis par des tiers.

Maple Financial Group Inc. possède une participation minoritaire en actions dans Securitus et des participations de contrôle indirectes dans deux courtiers membres de l'OCRCVM : Maple Securities Canada Limited et Maple Futures Corp. La Banque Nationale du Canada possède une participation indirecte de 24 % dans Maple Securities Canada Limited.

Fonds multicédants dont les courtiers membres de l'OCRCVM sont promoteurs

Comme il a été indiqué précédemment, deux courtiers membres de l'OCRCVM étaient promoteurs de quatre fonds multicédants : trois dans le cas de FBN et un dans le cas de Dundee.

FBN Inc. a été le premier propriétaire de PCAC émis par des tiers à percer le marché après Coventree; Dundee l'a fait au milieu de 2006.

Le tableau suivant présente des faits pertinents sur les programmes de PCAC dont des courtiers membres de l'OCRCVM étaient les promoteurs :

Tableau 3

Programmes de PCAC dont des courtiers membres de l'OCRCVM étaient les promoteurs

Fonds multicédant	Flottant	Pourcentage du flottant du PCAC	Composition de l'actif
MMAI-I Trust	1,4 G\$	4 %	100 % de TGC entièrement financés
Silverstone Trust	2,0 G\$	6 %	100 % de TGC avec effet de levier
Ironstone Trust	0,8 G\$	2 %	100 % de TGC entièrement financés
Skeena Capital Trust	2,1 G\$	6 %	100 % de TGC avec effet de levier

8. PLACEURS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

Les fonds multicédants n'ont pas émis ou placé directement leur PCAC. Ils ont délégué la fonction de placement ou de vente à des banques et à des courtiers en valeurs.

Un fonds multicédant concluait une entente pour qu'un seul placeur ou un groupe de placeurs vende le PCAC dans le cadre d'un placement pour compte en contrepartie d'une rémunération.

Il y avait treize agents placeurs indiqués à l'égard des dix-huit fonds multicédants pour lesquels nous avons pu obtenir les notices d'offre[‡] : neuf courtiers membres de l'OCRCVM et quatre banques. Huit des neuf courtiers membres de l'OCRCVM étaient membres du groupe de banques.

[‡] Se reporter à la rubrique 11 portant sur la transparence.

Les placeurs indiqués dans les notices d'offre figurent dans le tableau suivant :

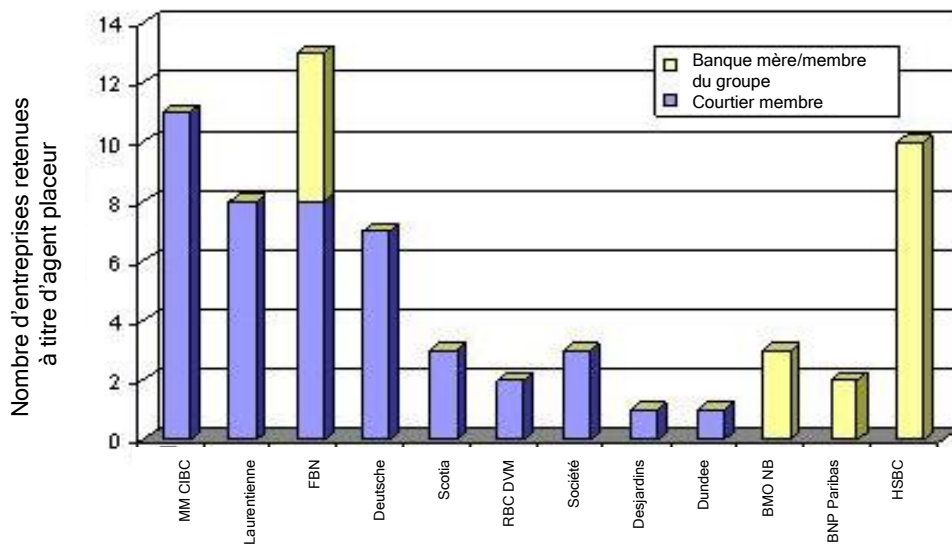
Tableau 4

Agents placeurs principaux du PCAC émis par des tiers

Placeur	Nombre	Fonds multicédants
Courtiers membres :		
Marchés mondiaux CIBC inc. ²¹	11	Apollo, Apsley, Comet, Gemini, Ironstone, Opus, Planet, Rocket, Silverstone, Symphony, Whitehall
Valeurs mobilières Desjardins Inc.	1	Apsley
Deutsche Bank valeurs mobilières ltée	7	Apsley, MMAI, Opus, Silverstone, Skeena, Symphony, Whitehall
Corporation de valeurs mobilières Dundee	1	Skeena
Valeurs mobilières Banque Laurentienne Inc.	8	Apollo, Apsley, Comet, Gemini, Planet, Rocket, Selkirk, Symphony
Financière Banque Nationale Inc.	8	Apsley, Ironstone, MMAI, Opus, Silverstone, Skeena, Symphony, Whitehall
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.	2	Apollo, Planet
Scotia Capitaux Inc.	3	Apollo, Planet, Skeena
Société Générale Valeurs Mobilières Inc.	3	Apsley, Opus, Symphony

Banques :		
Banque de Montréal	3	Opus, Selkirk, Symphony
BNP Paribas (Canada)	2	MMAI, Silverstone
Banque HSBC Canada	10	Apollo, Apsley, Comet, Gemini, Opus, Planet, Rocket, Selkirk, Silverstone, Symphony
Banque Nationale du Canada	5	Apollo, Comet, Gemini, Planet, Rocket

Graphique 2
Agents placeurs principaux



Courtiers membres de l'OCRCVM

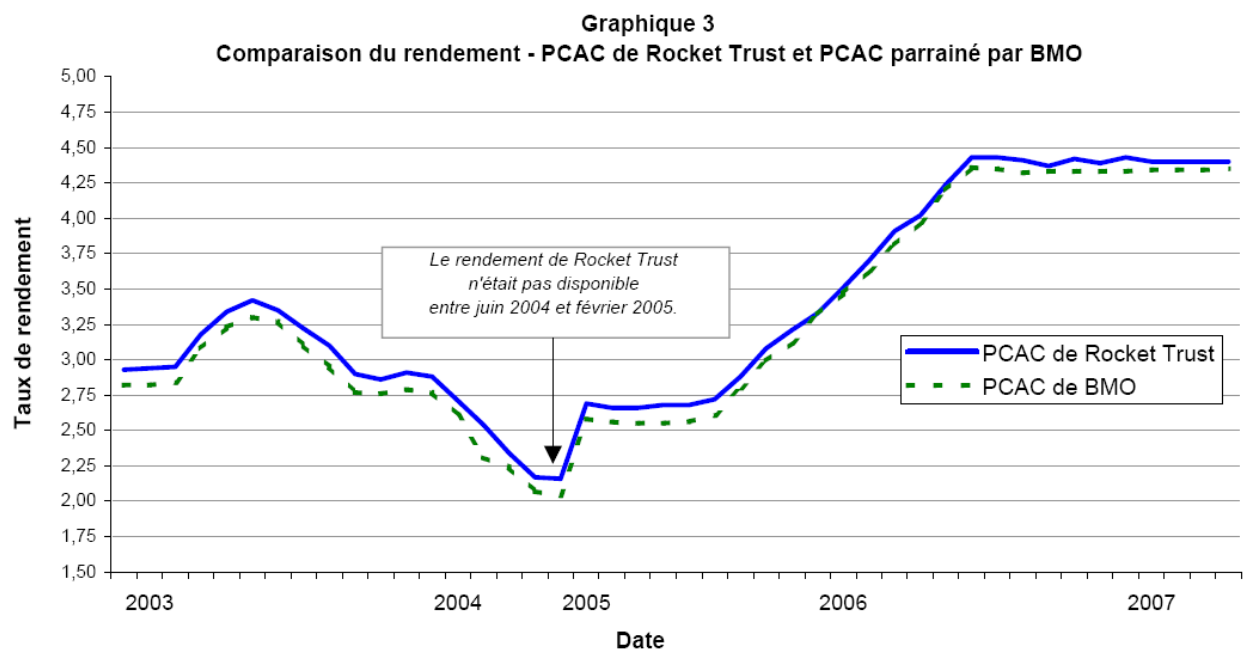
Source : Notices d'offre

9. RENDEMENT DU MARCHÉ DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

La présente rubrique décrit le rendement du PCAC émis par des tiers sur le marché au moyen de la comparaison du rendement d'émissions représentatives et de celui d'autres instruments du marché monétaire.

Rendement du PCAC émis par des tiers par rapport au résultat du PCAC parrainé par des banques

Le graphique suivant compare le rendement des billets de série A à 30 jours de Rocket Trust avec celui des billets de série A à 30 jours émis par des fiducies de PCAC dont la Banque de Montréal était le promoteur, tous deux assortis d'une note R-1 (élevée), entre décembre 2002 et avril 2007.



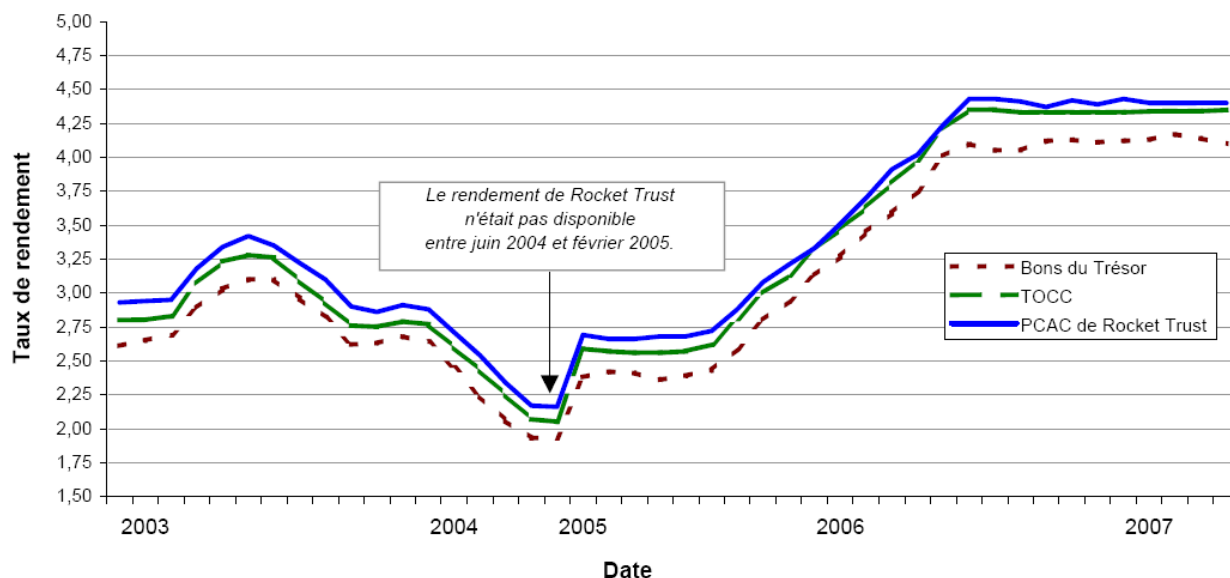
Données sur le rendement : Rocket Trust – RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
PCAC de BMO – BMO Nesbitt Burns Inc.

Il y a d'abord eu un petit écart, d'environ 10 points de base, qui s'est rétréci au fil du temps, suggérant que le marché n'a vu que peu de différence en termes de risque entre le PCAC bancaire et le PCAC émis par des tiers.

Rendement du PCAC émis par des tiers par rapport aux bons du Trésor et aux acceptations bancaires

Le graphique suivant compare le rendement du PCAC de Rocket Trust, celui des bons du Trésor et celui du taux offert par les courtiers canadiens (« TOCC »), qui correspond au taux quotidien moyen des acceptations bancaires (« AB »).

Graphique 4
Comparaison du rendement - Rocket Trust, bons du Trésor et AB



Données sur le rendement : Rocket Trust – RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

Taux des AB et des bons du Trésor – Banque du Canada

L'écart entre le PCAC émis par des tiers et le TOCC s'est rétréci au cours de la période. Pendant toute la période, le rendement du PCAC émis par des tiers était supérieur d'environ 25 pb en moyenne au taux offert par les courtiers canadiens et supérieur de 43 pb au rendement des bons du Trésor.

10. RÈGLES APPLICABLES AU PLACEMENT DE PAPIER COMMERCIAL

La présente rubrique se penche sur les règlements en valeurs mobilières applicables au placement de papier commercial, y compris le PCAC.

Dispense de prospectus à l'égard du papier commercial

Le placement et la négociation du papier commercial au Canada sont régis par la législation provinciale en valeurs mobilières. En vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (« LVM »), le papier commercial est généralement assujéti aux exigences de prospectus et d'inscription des courtiers, mais est dispensé de ces exigences dans certains cas.

En 1963, la LVM a été modifiée afin de prévoir une dispense des exigences d'inscription et de prospectus dans le cas des achats supérieurs au capital minimal ou au montant minimal des coupures fixé à 50 000 \$²².

La dispense initiale s'appuyait sur l'hypothèse que les investisseurs dans le papier commercial n'avaient pas besoin des protections qu'offrent la participation d'une personne inscrite et l'information divulguée dans un prospectus. Ceux qui pouvaient payer le montant de souscription minimale étaient considérés comme des investisseurs avertis ou comme des personnes en mesure d'avoir recours aux services de conseillers avertis, et le marché était dominé en grande partie par les investisseurs institutionnels. En outre, le papier commercial était habituellement émis par des sociétés inscrites à la cote de bourses et donc assujétiées aux normes d'information prévues par la législation en valeurs mobilières et les règles des bourses.

En septembre 2005, tous les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ont adopté le Règlement 45-106 (la Norme canadienne (NC) ailleurs qu'au Québec) afin de regrouper et d'harmoniser les exigences de prospectus et d'inscription prévues dans les lois et règlements provinciaux, y compris les dispenses à l'égard du papier commercial, en une seule règle nationale.

Les dispenses d'inscription et de prospectus à l'égard du papier commercial sont énoncées à l'article 2.35 du Règlement 45-106 :

2.35 1) L'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas dans le cadre d'une opération visée sur des billets à ordre ou sur des billets de trésorerie négociables dont l'échéance est prévue dans un an ou moins à compter de la date d'émission, pour autant qu'ils remplissent les conditions suivantes :

- a) ils ne permettent pas d'acquérir par voie de conversion ou d'échange d'autres titres que ceux visés par le présent article ou ne sont pas accompagnés d'un droit de souscrire ces autres titres;

- b) ils font l'objet d'une note approuvée attribuée par une agence de notation agréée.

2) L'obligation de prospectus ne s'applique pas au placement de titres effectué conformément aux conditions prévues au paragraphe 1.

L'exigence imposée au papier commercial d'avoir une « note approuvée » par une « agence de notation agréée » remplaçait l'exigence portant sur la coupure de capital minimale de 50 000 \$ qui existait auparavant dans certaines autres provinces²³. Cette exigence a été conçue afin de limiter la dispense à des titres comportant un risque relativement faible.

La note approuvée

Le Règlement 45-106 adopte par renvoi les définitions de « note approuvée » et d'« agence de notation agréée » du Règlement 81-102 (la « Norme canadienne 81-102 ailleurs qu'au Québec»). Ces définitions ont été modifiées à l'occasion afin de tenir compte des modifications du nombre des agences de notation au Canada, mais les définitions sont restées en substance les mêmes. Actuellement, DBRS, Fitch Ratings, Moody's Investors Service et Standard & Poor's sont toutes des agences de notation agréées.

Les « notes approuvées » prescrites par le Règlement 81-102 s'établissent comme suit :

Tableau 5

Notes approuvées en vertu du Règlement 81-102

Agence de notation agréée	Billets de trésorerie (papier commercial)/ Créances à court terme	Créances à long terme
Dominion Bond Rating Service Limited	R-1 (low)	A
Fitch Ratings	F1	A
Moody's Investors Service	P-1	A2
Standard & Poor's	A-1 (Low)	A

Les notices d'offre des 18 tiers émetteurs de PCAC visés révélaient que tous les billets de série A émis et en circulation avant août 2007 avaient reçu une « note approuvée » de DBRS, une agence de notation agréée. Tous avaient reçu la note R-1 (élevée) de la part de DBRS.

Le rapport qu'ont publié récemment les ACVM se penche sur la dispense et les questions concernant les agences de notation.

11. RENSEIGNEMENTS CONCERNANT LE PCAC ET DISPONIBILITÉ DE L'INFORMATION SUR LE PCAC

La présente rubrique se penche sur les exigences en matière d'information régissant les titres adossés à des créances et la disponibilité de l'information concernant le PCAC émis par des tiers.

Dans la mesure où les titres adossés à des créances sont admissibles aux fins d'un placement par voie de prospectus, les lois canadiennes sur les valeurs mobilières exigent des renseignements comme la composition du fonds d'actifs, le revenu et les pertes qu'a subies le fonds et les antécédents de recouvrement de ce dernier.

Les dispenses de prospectus aux termes desquelles la plupart des titres adossés à des créances sont émis n'exigent pas la divulgation de renseignements prescrits aux investisseurs. Tout renseignement est fourni aux investisseurs volontairement, conformément à la demande et à la pratique en vigueur sur le marché. De tels renseignements peuvent donc varier de façon marquée.

Le système de dépôt SEDAR (www.sedar.com) offre un accès à la plupart des documents et des renseignements déposés en vertu des lois sur les valeurs mobilières par les sociétés ouvertes et les fonds d'investissement. Il n'y a aucun organisme de dépôt central au Canada à l'égard des renseignements portant sur les valeurs émises aux termes de dispenses de prospectus²⁴.

Habituellement, les renseignements volontaires sont donnés dans une notice d'offre (« NO »). Ce document renferme l'information de base sur l'émetteur, le promoteur, le taux d'intérêt, la date de remboursement, les courtiers plaçant le titre et les détails de toute garantie de remboursement. Il est actuellement rédigé au début du programme mais peut être mis à jour à l'occasion.

Nous avons pu trouver les notices d'offre de 18 des 22 programmes de PCAC émis par des tiers visés. Un site Web canadien protégé par mot de passe affichait 15 des NO, auxquelles seules les sociétés clientes et les clients institutionnels des banques pouvaient avoir accès.

Nous avons également trouvé deux autres notices d'offre sur Internet, sur les sites Web des promoteurs²⁵.

Bien que les renseignements sur les NO puissent varier, nous avons noté d'importantes lacunes :

- il n'y a aucun détail sur la composition des catégories d'actifs sous-jacentes;
- les fournisseurs d'actifs et de liquidités ne sont mentionnés dans aucune des NO;
- le rôle du promoteur n'est pas toujours clairement indiqué et mentionné;
- l'utilisation des noms des divers rôles n'est pas constante;
- l'agent émetteur et payeur n'est pas toujours révélé;
- les agents placeurs ne sont pas toujours identifiés.

Ainsi, le texte suivant est un exemple des renseignements figurant dans une NO de PCAC émis par des tiers en ce qui concerne la composition de l'actif d'un fonds multicédant :

[Traduction] La fiducie est une structure d'accueil établie aux fins limitées à l'acquisition, à l'achat ou à la création de placements, directement ou indirectement, dans des actifs financiers (...).

Ces actifs financiers peuvent comprendre, notamment (...), des fonds titrisés de créances hypothécaires résidentielles, de prêts hypothécaires commerciaux, de créances commerciales, de créances de consommateurs, de prêts consentis à des entreprises et d'obligations cessibles, de titres adossés à ces créances ou une exposition économique à ces créances obtenue au moyen de contrats financiers comme des swaps sur défaillance garantis.

Un article figurant dans le *Rapport sur le système financier* de la Banque du Canada intitulé *Le marché canadien du papier commercial adossé à des créances : Évolution et enjeux* faisait l'observation suivante :

L'on pourrait croire que le fait que la titrisation soit un processus complexe où interviennent de nombreux acteurs milite en faveur de la communication d'une abondance de renseignements. Or, le marché reste relativement opaque.²⁶

Exposition aux actifs à risque élevé aux États-Unis

Le comité pancanadien des investisseurs a soulevé qu'une tranche d'environ 3 milliards de dollars du PCAC émis par des tiers se composait de créances à risque élevé, soit moins de 10 % du total des créances visées²⁷.

Un fonds multicédant dont le promoteur était un courtier membre de l'OCRCVM était exposé à des créances hypothécaires américaines à risque élevé.

L'information à l'intention des porteurs de billets rédigée par le comité pancanadien des investisseurs indiquait que les actifs sous-jacents d'Ironstone Trust ont été considérés comme [Traduction] « des actifs classiques exclusivement qui sont également des actifs non admissibles. (...) Le PCAC émis par Ironstone Trust finançait des billets émis par un TGC. Le portefeuille de référence sous-jacent de ce TGC se compose principalement de TACHR[§] et de TACHC^{**}. » La quasi-totalité des actifs sous-jacents d'Ironstone Trust étaient exposés à des créances hypothécaires américaines à risque élevé.

Aucun des deux autres fonds multicédants dont des courtiers membres de l'OCRCVM étaient les promoteurs n'avait une exposition à des créances hypothécaires américaines à risque élevé.

[§] Titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles

^{**} Titres adossés à des créances hypothécaires commerciales

PARTIE II

ANALYSE DE CONFORMITÉ

1. AVOIRS GELÉS DE PCAC ÉMIS PAR DES TIERS DÉTENUS PAR LES COURTIERS MEMBRES DE L'OCRCVM

Dans la présente rubrique, nous passons en revue les avoirs de PCAC émis par des tiers détenus par les courtiers membres de l'OCRCVM.

Nombre de fonds multicédants

Les opérations sur les PCAC de 22 fonds multicédants ont été interrompues en août 2007; toutefois, le plan de restructuration définitif comprenait 20 programmes touchés. Un fonds multicédant, Skeena Capital Trust, a été restructuré de façon distincte en White Knight Investment Trust. Un autre, Devonshire Trust, est en voie de restructuration distincte en raison de l'incapacité du groupe de restructuration pancanadien à négocier une entente avec une contrepartie à un swap sur défaillance de la fiducie.

Toutefois, notre analyse se penchera sur l'ensemble des 22 fonds multicédants et non seulement sur les 20 fiducies qui restent visées par le plan de restructuration pancanadien.

Demande initiale de renseignements sur les positions

Après le gel du marché du PCAC émis par des tiers en août 2007, nous avons procédé à un sondage sur l'exposition des courtiers membres au PCAC émis par des tiers pour nous assurer que ce gel n'avait pas d'incidence importante sur leur capital.

Au début du sondage, l'une des grandes difficultés a été de repérer le titre. Il semblait n'y avoir aucune norme quant au nom abrégé du titre utilisé dans les systèmes de tenue des registres des courtiers membres. Le nom abrégé du titre tel qu'il figurait dans le registre des actions dépendait du montage initial, vraisemblablement fait par l'agent émetteur et payeur.

Il n'était pas apparent, à la lumière des noms abrégés, que les titres étaient du PCAC. Dans la plupart des cas, les lettres « CP » (*commercial paper*) faisaient partie du nom abrégé du titre, mais rien ne le distinguait d'un autre type de papier commercial ou du PCAC bancaire.

Les inscriptions sur les registres des courtiers membres n'attestaient pas clairement que le PCAC émis par des tiers était émis par des fiducies. Le mot « trust » n'était jamais indiqué dans le nom du titre pas plus qu'il n'était fait référence au promoteur du fonds multicédant dans ce nom. En outre, les registres n'indiquaient pas clairement la catégorie ou la série de billets de PCAC. Ainsi, il n'était pas évident de savoir si le titre était de série A, s'il disposait d'une

protection de la part d'un fournisseur de liquidités, ou s'il s'agissait de billets renégociables de série E.

Avoirs de PCAC émis par des tiers détenus par des courtiers membres

Le point de référence de notre examen a été les avoirs de PCAC émis par des tiers que détenaient les courtiers membres au 30 avril 2007.

CDS nous a fourni de l'information sur les avoirs de PCAC émis par des tiers des courtiers membres de l'OCRCVM qui étaient des adhérents de CDS. Nous avons ensuite obtenu des courtiers membres leur registre de titres et le détail sur leurs positions à la même date, montrant la ventilation des avoirs par compte et comprenant à la fois les positions des clients et les positions en portefeuille.

Certains courtiers chargés de comptes détenaient d'importants avoirs en dépôt à l'intention de courtiers remisiers de type 3 et de type 4, pour lesquels nous avons obtenu la ventilation des avoirs directement auprès du courtier remisier.

Total du flottant du PCAC émis par des tiers

L'exposition en dollars du PCAC émis par des tiers a été citée par diverses sources, qui la situaient dans une fourchette de 32 milliards de dollars à 35 milliards de dollars. Les montants diffèrent en raison d'un certain nombre de facteurs, y compris la conversion du change, puisque certains des billets de PCAC étaient libellés en dollars américains, et varient en fonction des taux de conversion et en raison de l'inclusion ou de l'exclusion des deux fiducies qui ne participent plus à la restructuration, ainsi qu'il a été indiqué précédemment.

Au 30 avril 2007, le montant impayé à l'égard du PCAC émis par des tiers qui a été gelé par la suite s'établissait à environ 35 milliards de dollars. Dans la présente section, nous utilisons ce chiffre comme montant de référence.

PCAC gelé détenu par des courtiers membres de l'OCRCVM

Au 30 avril 2007, des courtiers membres de l'OCRCVM détenaient 6,6 milliards de dollars de PCAC émis par des tiers auprès de CDS, soit environ 19 % du flottant.

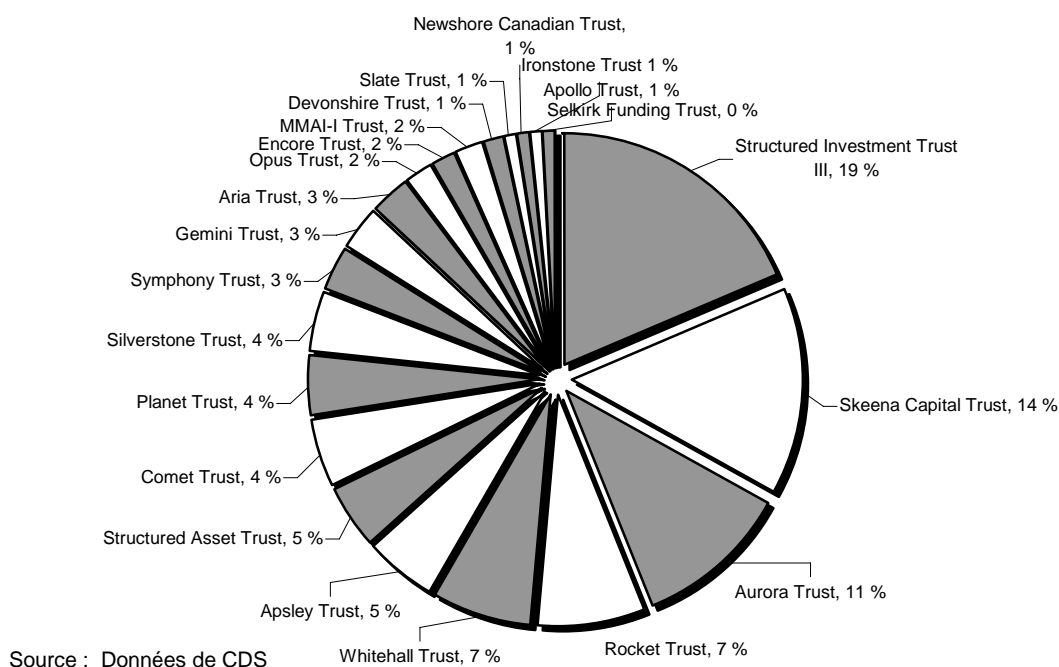
Goodmans LLP, conseillers juridiques du comité des investisseurs, et CDS ont révélé que seulement 50 % de l'ensemble du flottant du PCAC gelé était détenu par l'intermédiaire du système d'inscription en compte de CDS, le reste étant détenu sous forme nominative par des

banques, des fiducies, des organismes de placement collectif et des institutions ayant conclu leurs propres ententes de détention physique ou de dépôt.

Les courtiers membres de l'OCRCVM avaient une exposition à tous les 22 fonds multicédants. La plus grande exposition était à l'égard de deux fonds multicédants : Structured Investment Trust III (19 %) et Skeena Capital Trust (14 %).

Le graphique suivant indique l'exposition totale des courtiers membres à chacun des 22 fonds multicédants :

Graphique 5
Pourcentage des avoirs des courtiers membres de l'OCRCVM par fiducie



Nombre de courtiers membres de l'OCRCVM ayant une participation dans du PCAC émis par des tiers

Vingt-six courtiers membres ont participé à la création et(ou) au placement de PCAC émis par des tiers, soit 12 % des membres en date du 30 avril 2007.

- deux ont agi à titre de créateur/promoteur et d'agent de placement;

- sept ont agi à titre d'agents placeurs principaux;
- dix-sept ont agi à titre de placeurs secondaires.

Quatorze courtiers membres détenaient des positions pour des clients de détail au 30 avril 2007.

Avoirs de PCAC émis par des tiers

Huit courtiers membres n'ont vendu aucun PCAC émis par des tiers à des clients, institutionnels ou de détail. Certains de ces courtiers ont acheté du PCAC émis par des tiers pour leur portefeuille, soit comme moyen de placement temporaire pour les liquidités excédentaires, soit comme stratégie d'opérations sur arbitrage; d'autres n'avaient que des positions détenues ailleurs, soit à titre de dépositaire, parce que la position du client avait été transférée, soit à titre de courtier chargé de comptes.

Six courtiers membres ont vendu du PCAC émis par des tiers uniquement à des clients institutionnels. Ils en détenaient dans leur portefeuille pour faciliter les opérations de négociation sur le marché monétaire avec des clients institutionnels.

Peu de courtiers membres plaçaient du PCAC émis par des tiers auprès de clients de détail qui n'étaient pas des entreprises.

- Treize courtiers ont vendu du PCAC émis par des tiers à des clients de détail qui n'étaient pas des entreprises;
- le montant total du PCAC émis par des tiers détenu au nom de clients de détail par des courtiers membres s'établissait à 372 millions de dollars, tout juste plus de 1 % du flottant total;
- il y avait environ 2 542 comptes de clients de détail qui n'étaient pas des entreprises ouverts auprès de courtiers membres qui détenaient du PCAC émis par des tiers. Ces comptes étaient détenus à hauteur de 95 % auprès de cinq courtiers membres; un courtier membre représentait 63 % de ceux-ci.

2. COURTIERS MEMBRES PROMOTEURS DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

Objectif et cadre du volet création

Notre examen des courtiers membres de l'OCRCVM ayant participé à la promotion du PCAC émis par des tiers a porté sur les aspects suivants :

- le motif commercial de la création du PCAC émis par des tiers;
- la question de savoir si la création du PCAC émis par des tiers faisait l'objet d'un processus de contrôle diligent des produits ou d'approbation de nouvelles affaires;
- le processus de gouvernance d'entreprise, de supervision de la gestion des risques et d'approbation à l'égard de la création du PCAC émis par des tiers;
- les personnes responsables et tenues de rendre compte des activités de financement structuré et de titrisation;
- la question de savoir si des obstacles à l'information existaient entre le service de financement structuré et de titrisation et celui des titres à revenu fixe;
- l'information comptable de la fiducie à l'égard des fonds multicédants créés;
- la question de savoir si le courtier membre a communiqué de l'information suffisante et adéquate, y compris les différents risques, à ses clients et agents placeurs;
- la question de savoir si le courtier membre a fait preuve de transparence au moyen de renseignements imprimés ou disponibles sur Internet à l'intention du public en général.

Entités visées et processus

Les courtiers membres qui ont agi comme créateurs étaient Financière Banque Nationale Inc. et Corporation de valeurs mobilières Dundee.

FBN a agi comme promoteur de trois fonds multicédants et Dundee, d'un fonds multicédant. Les quatre fonds multicédants représentaient 6,3 milliards de dollars (18 %) du flottant attribuable au PCAC émis par des tiers sur un total de 35 milliards de dollars.

Nous avons obtenu des documents de la part des courtiers membres, y compris les conventions de liquidités, les confirmations de note de crédit de DBRS, les conventions de

placement et l'information comptable des fiducies, afin de dégager une compréhension des facteurs spécifiques à chaque fonds multicédant. Nous avons également interrogé des représentants des deux courtiers membres.

Justification sur le plan opérationnel

Comme il a été indiqué précédemment, le marché a été témoin d'une croissance exponentielle du marché mondial des instruments dérivés de crédit suscitée en partie par la demande du marché à l'égard d'instruments du marché monétaire à rendement élevé. Les deux courtiers membres ont considéré que la satisfaction de la demande représentait une occasion d'affaires.

Dans les deux cas, la stratégie commerciale a été suscitée par l'entité mère mais exécutée par le courtier membre.

Découverte de nouvelles occasions d'affaires et de nouveaux produits et processus d'examen

Les deux courtiers membres ont reconnu la titrisation comme une nouvelle forme d'activité et ont intégré la supervision de la gouvernance d'entreprise et la gestion du risque à l'étape de création. Toutefois, ce processus incombait à l'entité mère.

Aucun des courtiers membres n'a jugé que le PCAC émis par des tiers était un nouveau produit. Ils l'ont jugé comme une forme reconnue de papier commercial et se sont considérés comme des nouveaux arrivants sur un marché établi. Bien que les deux courtiers aient confirmé avoir des comités d'examen des nouveaux produits, aucun d'entre eux n'a soumis le PCAC dont il était promoteur à son processus d'examen des nouveaux produits.

En tant que courtiers en valeurs, les créateurs n'avaient aucun actif traditionnel à titriser, mais pouvaient structurer les fonds multicédants afin qu'ils génèrent des rentrées de fonds à partir des actifs financiers structurés. Un courtier membre, même s'il avait conscience que les actifs sous-jacents constituaient des actifs financiers structurés et des instruments dérivés de crédit, a indiqué qu'il ne considérait pas que le PCAC émis par des tiers constituait un produit structuré.

Surveillance de la gestion des risques

Les deux courtiers membres sont dotés d'un comité de supervision de la gestion des risques et de processus officiels en la matière. La gestion des risques dans son ensemble se fait au

niveau de l'entreprise, soit celui de la société mère, et prévoit la représentation du courtier membre dans le processus.

Les deux courtiers membres ont engagé du personnel ayant de l'expertise propre au financement structuré et à la titrisation auprès de sources externes à leur entreprise, dans certains cas à l'extérieur du Canada. Chez un courtier membre, une personne externe a participé au processus de prise de décisions à l'égard de la structure, de la conception et de l'exécution du programme.

Responsabilité à l'égard du produit et reddition de comptes

Au niveau des produits, la supervision du risque était assurée par les groupes de financement structuré et de titrisation des deux courtiers. Chez un des courtiers membres, cette fonction était assurée en collaboration avec une personne externe ayant participé au processus de création initial, tel qu'il a été indiqué précédemment.

Au départ, un courtier membre avait une expertise interne. En 2005, le groupe de financement structuré s'est séparé de l'entreprise afin de former une société distincte et s'est approprié la propriété intellectuelle élaborée chez le courtier membre. Pour poursuivre l'exploitation des fonds multicédants de PCAC existants, le courtier membre a conclu une convention de sous-traitance de services de gestion avec la nouvelle société. Après une période de transition au cours de laquelle il s'est doté à nouveau d'une expertise interne, il a repris la gestion et l'exploitation des fonds multicédants de PCAC.

Structure des produits

L'un des objectifs des entrevues menées était d'obtenir une compréhension de la structure des produits des fonds multicédants de PCAC créés par les courtiers membres de l'OCRCVM.

Skeena Capital Trust, dont Dundee était le promoteur, a été conçue sous forme de deux fiducies avec quelques contreparties choisies. La fiducie principale était la fiducie émettrice aux termes du programme de PCAC. La fiducie secondaire a été créée afin d'assurer le suivi de chaque opération sur titres supraprioritaires avec effet de levier. Le fournisseur d'actifs à l'égard de l'opération sur titres supraprioritaires avec effet de levier était également le fournisseur de liquidités. Dundee, à titre d'agent administratif, tenait un compte de réserve de 5 millions de dollars comme coussin en cas de frais d'exploitation imprévus et de frais de financement accrus.

Pour chaque opération sur titres supraprioritaires avec effet de levier conclue par le fonds multicédant, un sommaire de l'opération de neuf pages a été rédigé, qui constituait le contrôle diligent de la structure du produit utilisé sur lequel reposait l'approbation de l'opération par l'entreprise. Ce sommaire comprenait les risques liés à l'opération dans son ensemble, les points forts et les points faibles, l'analyse du portefeuille, une analyse de sensibilité, les aspects du swap sur défaillance, les documents annexes de l'ISDA, les documents portant sur les liquidités ainsi que d'autres analyses et renseignements techniques.

Placement du PCAC créé par les courtiers membres

Les deux courtiers membres créateurs ont agi comme agent placeur principal pour les fonds multicédants de PCAC dont ils étaient les promoteurs. FBN a également placé d'autres types de PCAC tandis que Dundee a agi à ce titre uniquement pour Skeena.

Dundee a eu recours à quatre agents placeurs, y compris elle-même; FBN en a utilisé cinq.

Structure des coûts et rémunération

Les registres comptables et financiers des fiducies de PCAC émis par des tiers dont les courtiers membres de l'OCRCVM étaient les promoteurs indiquent le revenu brut tiré de l'écart net entre la prime obtenue sur les TGC majoré de l'intérêt obtenu sur la garantie, après déduction de l'intérêt versé aux porteurs de billets. Les frais principaux étaient la rémunération versée aux agents placeurs – habituellement 6,5 pb, les frais relatifs aux liquidités versés aux fournisseurs de liquidités, habituellement 10 pb, et les frais administratifs.

L'écart net moyen entre le revenu net tiré des actifs de la fiducie et les versements aux investisseurs s'établissait à environ 42 pb; l'écart net moyen après les frais administratifs s'établissait à 29 pb avant tout versement des frais de gestion au promoteur. Le revenu net annuel de la fiducie avant les frais de gestion s'établissait dans une fourchette allant de 800 000 \$ à 7 millions de dollars par fonds multicédant.

Information

Chez les deux courtiers membres créateurs, les agents placeurs et leur personnel de vente interne avaient accès aux notices d'offre et au rapport de notation initial de DBRS.

FBN a également diffusé, uniquement à des agents placeurs et à des clients institutionnels, par l'intermédiaire d'un site Web protégé par mot de passe, les « rapports aux investisseurs » de l'ensemble de ses fonds multicédants créés.

Le « rapport aux investisseurs » renfermait des renseignements fondamentaux à jour, dont les suivants :

- les parties visées : le fiduciaire émetteur, le fiduciaire aux termes de l'acte de fiducie, l'agent payeur, l'agent administratif, l'agent des services financiers, le fournisseur d'actifs, le fournisseur de liquidités et les agents placeurs;
- les notes de crédit des séries et des catégories de billets de PCAC;
- la note de crédit du fournisseur d'actifs;
- la note de crédit du fournisseur de liquidités;
- les actifs sous-jacents ventilés en termes d'exposition sous-jacente, de catégorie d'actifs et de note de crédit courante.

Ni FBN ni Dundee n'ont fourni les notices d'offre au public en général sur leur site Web, mais en auraient fourni une copie aux clients sur demande. Elles ont indiqué avoir reçu peu de telles demandes; un courtier a souligné que la plupart provenaient de clients institutionnels.

Les notices d'offre ne divulguent pas le portefeuille d'actifs réel du fonds multicédant ni les modalités des conventions de liquidités et les personnes qui y étaient parties. Les renseignements sur le portefeuille consistaient en une liste des types possibles d'actifs financiers :

[Traduction] Ces actifs financiers peuvent comprendre, notamment (...), des fonds titrisés de créances hypothécaires résidentielles, de prêts hypothécaires commerciaux, de créances commerciales, de créances de consommateurs, de prêts consentis à des entreprises et d'obligations d'entreprise cessibles, de titres adossés à ces créances ou une exposition économique à ces créances obtenue au moyen de contrats financiers comme des swaps sur défaillance garantis.

3. COURTIERS MEMBRES QUI ONT VENDU DU PCAC ÉMIS PAR DES TIERS

Objectif et portée

Les objectifs de l'examen de conformité des courtiers membres de l'OCRCVM sont les suivants :

- déterminer les contrôles et procédés de diligence qui existaient et leur mode d'application au PCAC émis par des tiers, dont les suivants :
 - les processus d'évaluation des produits tant à l'égard des nouveaux produits que des modifications des produits courants;
 - la rédaction et la diffusion à l'interne et aux clients des documents de commercialisation et d'autres renseignements sur les produits;
 - la formation des superviseurs, du personnel de conformité et des représentants inscrits en ce qui concerne les caractéristiques des produits, les risques et les questions de convenance;
 - les majorations de prix et les commissions et l'information à ce propos;
- repérer les forces et faiblesses de ces contrôles et processus;
- élaborer une orientation réglementaire et la communiquer au secteur en fonction des leçons retenues.

Processus, entités visées et avoirs

Nous avons examiné 27 courtiers membres : 26 qui détenaient des positions sur du PCAC émis par des tiers au 30 avril 2007 et 1 qui a acquis une telle position entre le 30 avril 2007 et le 30 août 2007.

Ces courtiers détenaient collectivement du PCAC représentant 6,6 milliards de dollars, selon la répartition suivante :

- 6,2 milliards de dollars détenus dans des comptes de fonds propres, institutionnels et de sociétés;
- 372 millions de dollars détenus dans environ 2 542 comptes de détail d'épargnants.

Parmi les 27 courtiers membres :

- six avaient vendu du PCAC émis par des tiers à des clients institutionnels uniquement;
- neuf en avaient vendu à des clients de détail uniquement;
- quatre en avaient vendu à la fois à des clients institutionnels et à des clients de détail;
- huit n'en avaient vendu ni aux uns ni aux autres. Les positions détenues indiquées dans les livres de ces courtiers membres comprenaient des positions pour leur propre compte uniquement, des positions achetées ailleurs et qu'ils détenaient à titre de dépositaire uniquement, des positions achetées ailleurs et transférées dans une autre société inscrite et des positions qu'ils détenaient à titre de courtier chargé de comptes pour le compte d'une autre société inscrite.

Deux des courtiers sont des sociétés reliées qui partagent des processus. Ces sociétés ont été traitées comme une seule entité aux fins des statistiques données ci-après.

Nous avons interviewé des membres de la haute direction, des négociants et du personnel de conformité, en fonction des activités du courtier à l'égard du PCAC émis par des tiers. Nous avons également interviewé trois représentants qui ont effectué des ventes auprès de clients de détail.

Les courtiers membres qui ont effectué le plus de ventes auprès de clients de détail ont indiqué que les ventes tendaient à être concentrées dans un ou quelques bureaux et à être le fait de quelques représentants. Dans certains cas, les courtiers membres ont observé que certains représentants étaient plus motivés par le rendement et que certains connaissaient mieux le produit. Ainsi, un directeur de succursale interrogé a indiqué que son bureau traite avec les clients en tant que groupe et un représentant inscrit était un ancien directeur de banque qui connaissait le produit, car il en avait vendu à des clients de la banque. C'est lui qui l'a fait connaître au bureau.

Nous avons recueilli auprès de chaque courtier membre tous les documents pertinents en mettant l'accent sur les processus d'examen des produits. Nous avons obtenu ce qui suit :

- les politiques et méthodes d'examen des produits;
- la composition et les mandats des comités d'examen des produits;

- les présentations des produits types et les listes des produits approuvés;
- les avis d'exécution des opérations;
- les registres des opérations internes;
- les relevés de cotation indiquant comment le PCAC a été présenté aux représentants inscrits.

À l'occasion des entrevues des courtiers qui détenaient uniquement des positions pour leur propre compte ou à titre de dépositaire, nous avons examiné leur processus d'examen des produits et analysé pourquoi ils n'avaient pas vendu du PCAC émis par des tiers.

Contrôle diligent des produits

Nous avons demandé à 21 courtiers qui ont vendu du PCAC émis par des tiers, y compris 12 qui ont vendu le produit à des clients de détail, s'ils avaient des processus de contrôle diligent des produits lorsqu'ils ont commencé à vendre le PCAC émis par des tiers. Nous avons demandé à ceux qui n'avaient aucun contrôle s'ils ont instauré un processus de contrôle diligent des produits entre le moment de leur première vente de PCAC émis par des tiers et le 30 avril 2007. Les six autres courtiers étaient des courtiers chargés de comptes ou des courtiers à escompte qui n'ont pas été inclus dans l'échantillon du fait de la nature même de leur entreprise. Les résultats ont été les suivants :

- treize avaient des processus de contrôle diligent des produits lorsqu'ils ont commencé à vendre du PCAC émis par des tiers, dont neuf qui en ont vendu à des clients de détail;
- trois ont instauré des processus de contrôle diligent des produits entre la première vente de PCAC émis par des tiers à des clients et le 30 avril 2007, dont deux qui en ont vendu à des clients de détail.

Aucun de ces courtiers n'a soumis le PCAC émis par des tiers à ses processus de contrôle diligent des produits. Les raisons avancées sont les suivantes :

- ils ne considéraient pas le PCAC émis par des tiers comme un nouveau produit et n'ont pas établi de distinction entre le PCAC bancaire et les PCAC émis par des tiers;

- la plupart des courtiers membres se sont fiés exclusivement à la note R-1 (élevée) de DBRS;
- ils ont considéré que le PCAC émis par des tiers constituait un instrument du marché monétaire fongible qui avait obtenu la note la plus élevée possible; ainsi, aucune évaluation du risque ni aucun examen du produit n'était nécessaire;
- certains courtiers membres ont indiqué qu'ils se sont fiés en partie au fait que leur courtier chargé de comptes avait placé le PCAC émis par des tiers sur sa liste des titres admissibles, et présumaient que le courtier chargé de comptes avait effectué un contrôle diligent à l'égard du produit.

Les seuls processus d'examen des produits appliqués au PCAC l'ont été par les banques mères propriétaires de courtiers. L'objectif de ces examens était en grande partie d'établir les limites en matière de crédit et de négociation dans le cadre du contrôle des risques financiers de la banque mère. Une seule banque a examiné le produit sous l'angle de sa convenance et a décidé de ne pas le vendre, indiquant que la décision se fondait sur la conviction que les clients ne seraient pas en mesure de le comprendre.

Plusieurs courtiers membres ont indiqué qu'ils n'ont pas soumis le PCAC émis par des tiers à un processus d'examen, mais que, s'ils l'avaient fait, ils l'auraient approuvé de toute façon. Un représentant d'un courtier membre appartenant à une banque a indiqué qu'il croyait que son entreprise aurait pu essuyer des critiques si elle avait décidé de proposer à ses clients les AB de la banque parce que leur cote était inférieure à celle du PCAC émis par des tiers.

Nous avons demandé à plusieurs courtiers ayant des activités de détail qui n'ont pas vendu du PCAC émis par des tiers à des clients de détail pourquoi ils s'étaient abstenus de le faire. Parmi les raisons invoquées, on compte notamment les suivantes :

- la probabilité que les clients et que bon nombre des représentants inscrits puissent ne pas comprendre le produit, ce qui aurait exigé de longues explications;
- la disponibilité de produits de rechange, plus intéressants dans certains cas parce qu'ils étaient plus simples à comprendre et bien connus; dans certains autres cas, le fait que le produit portait le nom d'un membre du groupe du courtier membre;
- l'absence de profit sur les petites opérations. En règle générale, les majorations de prix couvraient tout juste les frais d'opérations, ce qui a incité certains courtiers à

décourager les achats au détail au moyen de divers mécanismes de contrôles internes.

Puisque les courtiers membres n'ont pas soumis le PCAC émis par des tiers à leurs processus de contrôle diligent des produits en premier lieu, il n'y a eu aucune procédure de réévaluation ou de suivi conçue pour repérer les modifications du produit.

Information

Sept courtiers ont déclaré avoir fourni des renseignements écrits portant sur les fonds multicédants de PCAC à des clients institutionnels et deux ont indiqué qu'ils en avaient fourni à des clients de détail. Les documents fournis comprenaient les notices d'offre et les rapports de notation de DBRS. D'autres ont mentionné que les clients pouvaient obtenir des renseignements écrits sur demande.

Aucun des courtiers interrogés n'a indiqué qu'il avait rédigé des documents de commercialisation en vue de leur distribution généralisée aux clients ou aux représentants. Le promoteur d'un courtier membre a transmis à ses représentants inscrits un lien vers la notice d'offre du fonds multicédant dont il était promoteur et le rapport de DBRS portant sur ce fonds.

Un courtier membre a donné des renseignements sur son rôle de promoteur et de placeur de PCAC. Il a créé un bulletin portant sur le PCAC qu'il a transmis à ses clients institutionnels, dont la teneur était générale et qui abordait des questions comme la perspective économique et les taux d'intérêt. Le bulletin a d'abord été diffusé auprès des clients détenant du PCAC émis par des tiers, qui pouvaient ensuite s'abonner aux numéros suivants. Il a également rédigé des rapports périodiques sur les fonds multicédants dont il était promoteur, qui donnaient plus d'information sur la composition de l'actif que ceux généralement offerts à l'égard d'autres fonds multicédants, mais sans toutefois fournir de renseignements sur les avoirs précis détenus dans les fonds multicédants. Ces rapports ont été mis à la disposition de clients institutionnels et de détail sur demande.

Formation et connaissance des produits

Aucun courtier membre n'a déclaré avoir donné de formation ou de documents écrits spéciaux aux représentants inscrits, aux superviseurs ou au personnel de conformité en ce qui concerne le PCAC émis par des tiers. On a justifié cette situation par l'opinion générale selon laquelle le

PCAC émis par des tiers ne constituait qu'un des divers types d'instruments du marché monétaire fongibles.

Ni les représentants de détail ni les chefs de la conformité interrogés n'étaient au fait de la nature des garanties au titre des liquidités et des différences entre les garanties des liquidités de type canadien et de type international. L'un d'entre eux a indiqué qu'il pensait que le PCAC émis par des tiers était « cautionné par les banques », ce qui, à son avis, signifiait qu'il offrait une garantie au titre des liquidités, mais qu'il ne savait rien à propos de la nature de la garantie et s'était fié à la note de crédit.

Certaines des personnes interrogées ont eu tendance à indiquer que le PCAC émis par des tiers avait reçu la note AAA plutôt que R-1 (élevée). Un représentant inscrit a observé qu'il voyait la différence entre les notes en termes de durée du produit, mais pensait qu'il s'agissait de la même chose et qu'il utilisait celle de AAA puisque ses clients la connaissaient mieux.

Convenance

Les courtiers membres interrogés ont indiqué qu'ils n'ont pas pris en considération les questions de convenance au moment de l'offre du PCAC émis par des tiers aux clients de détail puisqu'ils le considéraient comme un instrument du marché monétaire fongible ayant une note de crédit élevée.

Plusieurs courtiers membres ont indiqué que la plupart de leurs clients institutionnels étaient au courant du produit, qu'ils avaient obtenu des notices d'offre et des rapports de notation de DBRS et connaissaient les différences entre les garanties au titre des liquidités de type canadien en cas de « perturbation des marchés » et celles de type international. En vertu de la Règle 2700 de l'OCRCVM (le principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM à ce moment-là), le courtier membre n'est pas tenu de déterminer la convenance d'une recommandation particulière à un investisseur institutionnel qui est jugé averti et capable d'évaluer de façon indépendante le risque de placement.

Commission et majoration de prix

Vingt-six courtiers membres de l'OCRCVM ont placé du PCAC émis par des tiers auprès de clients. Parmi ceux-ci, cinq représentaient environ 95 % des positions des clients de détail détenues en dépôt auprès de CDS au 30 avril 2007.

Nous avons recueilli les renseignements suivants auprès de ces cinq courtiers membres :

- la structure de versement des commissions aux représentants inscrits à l'égard des titres à revenu fixe à court terme (c.-à-d. les bons du Trésor, les acceptations bancaires et le PCAC);
- en fonction d'un échantillonnage représentatif, les détails des renseignements portant sur les achats des clients (numéro de compte du client, date de l'opération, prix d'achat du client, prix de transfert du membre et commissions gagnées sur les avoirs du PCAC émis par des tiers détenus en dépôt).

Les courtiers membres ont exigé trois formes de rémunération :

- les majorations de prix pour tenir compte des frais d'acquisition revenant au pupitre de négociation;
- les commissions destinées aux représentants;
- les frais de placement.

Les majorations de prix à l'égard des opérations de détail déclarées et observées dans les documents internes s'établissaient dans une fourchette allant de 10 pb à 45 pb. Les remisiers ont indiqué que le montant de la majoration de prix qui leur revenait était inclus dans les listes des instruments offerts fournies par leurs courtiers chargés de comptes.

Tous les courtiers membres ont déclaré que les commissions sur les opérations de détail étaient fixées, par lignes directrices, par le représentant inscrit. Ils ont déclaré que les commissions étaient rarement imposées et que, dans certains cas, les commissions étaient fixées afin de couvrir les « frais administratifs », les frais minimaux nécessaires pour couvrir les frais d'opérations. Un courtier membre a fait état d'une politique relative à une commission d'au moins 10 pb jugée suffisante afin de couvrir les frais d'opérations.

Dans leurs commentaires sur les majorations de prix et les commissions, tous les courtiers membres qui ont effectué des ventes auprès de clients de détail ont indiqué que le PCAC émis par des tiers et les opérations sur instruments du marché monétaire étaient considérés en général comme un service de vente à prix d'appel destiné aux clients qui leur permettait d'obtenir un rendement supplémentaire sur des positions en espèces à court terme.

Des majorations de prix afin d'inclure les courtages ont été incluses dans le prix de l'opération. Aucun courtier membre n'a fait état de renseignements sur les confirmations du montant de la majoration de prix ou des commissions.

Les frais de placement des courtiers membres démarcheurs se fondaient sur le placement global du produit de PCAC. Dans une structure de PCAC type, les frais de placement des courtiers étaient versés directement par la fiducie multicédante et n'étaient pas pris en compte dans une augmentation de la marge. Les frais moyens se sont établis à 6,5 pb.

4. PRATIQUES COURANTES DE CONTRÔLE DILIGENT DES PRODUITS

À l'occasion des entrevues menées, nous avons obtenu des renseignements sur les processus d'examen et de lancement des produits existants des courtiers membres au moment des entrevues, y compris ceux qui ont vendu du PCAC émis par des tiers à des clients et ceux qui détenaient des positions achetées à un autre endroit. L'objectif consistait à comprendre les pratiques courantes au sein du secteur, à repérer les pratiques saines et à évaluer le besoin pour l'OCRCVM d'élaborer des lignes directrices dans ce domaine. Nous avons comparé les processus étudiés aux lignes directrices de la Securities Industry and Financial Markets Association (« SIFMA ») et de la Financial Industry Regulatory Authority aux États-Unis (« FINRA »).

Recensement des produits devant faire l'objet d'un examen

Nous avons examiné les processus des courtiers membres en vue de dégager les critères qui déclenchent le processus d'examen des produits de détail. Nous avons constaté, bien que la plupart des courtiers membres aient une définition de ce qui constitue un nouveau produit, que les définitions présentent des différences importantes. Parmi les types de définitions, on compte les suivantes :

- les définitions générales s'appliquant à tout produit, service ou instrument qui est une nouveauté;
- les définitions fondées sur un processus, comme un examen des produits devant être ajoutés aux systèmes de consignation des ordres ou aux systèmes administratifs au cas par cas et les produits qui entraîneraient d'importants changements internes comme les améliorations des systèmes;
- les listes de types de nouveaux produits susceptibles d'être examinés;

- les critères généraux comme les produits existants qui constituent une nouveauté pour le courtier, les représentants inscrits, une catégorie de clients ou une région géographique;
- l'existence de questions d'ordre réglementaire comme le besoin d'obtenir une approbation de l'organisme de réglementation, les catégories d'inscription supplémentaires et la question de savoir si le produit est admissible aux termes d'un règlement particulier.

Les définitions de certains courtiers membres étaient inadéquates quant aux aspects suivants :

- elles étaient trop vagues et générales;
- elles se limitaient aux listes de quelques types de produits, de sorte que les autres types n'étaient pas examinés;
- elles omettaient d'inclure un examen des produits en cas de modification importante de la nature du produit ou de ses risques;
- elles omettaient d'inclure une initiation aux produits existants à l'intention des nouveaux types de clients.

Les meilleurs processus comportaient une vaste gamme de critères afin de déceler les produits susceptibles d'être examinés, dont les suivants :

- les produits nouveaux pour le courtier membre;
- les produits existants lancés auprès d'un type différent de clients ou devant servir dans le cadre d'un type différent de stratégie;
- les types de produits particuliers comme les organismes de placement collectif ou les billets à capital protégé non vendus auparavant par le courtier membre;
- les produits susceptibles de créer un risque de crédit pour le courtier membre ou une atteinte à sa réputation;
- les points de détection comme les ajouts aux systèmes administratifs du courtier membre ou les exigences de modification des systèmes.

Facteurs propres aux produits étudiés au cours du processus de contrôle diligent

Nous avons passé en revue les processus de contrôle diligent existants du courtier afin de nous assurer qu'ils envisageaient la totalité des caractéristiques clés et des risques propres aux produits. Certains négligeaient d'importants facteurs de risque. Nous avons fait les constatations suivantes :

- des examens portaient sur la seule convenance des documents d'information sur les nouveaux produits;
- l'omission de comparer les nouveaux produits avec des produits de rechange moins complexes et comportant moins de risques, ignorant ainsi le bien-fondé du placement dans son ensemble;
- l'omission de prendre en considération des questions de conflits d'intérêts dans le cadre du processus d'examen;
- l'omission de prendre en considération la structure de rémunération des produits;
- l'omission de prendre en considération le mode de commercialisation des produits.

Outre les caractéristiques de base, les risques et les questions de convenance, les meilleurs processus de contrôle diligent des produits évaluaient également les aspects suivants :

- les questions de rémunération, tant la rémunération totale que la rémunération versée aux représentants inscrits. Plusieurs courtiers ont indiqué qu'ils considéraient une rémunération excessive comme un signal d'alarme à l'égard d'un nouveau produit;
- les conflits d'intérêts, y compris un examen spécial de produits mené par les courtiers membres ou les membres de leur groupe et l'information adéquate;
- la mise à la disposition du public de renseignements suffisants pour évaluer adéquatement le produit;
- les risques financiers pour l'entreprise, y compris le risque de marché et le risque de contrepartie;
- la commercialisation du produit;
- le risque éventuel d'atteinte à la réputation.

Structure, processus et responsabilité

Nous avons examiné les processus existants des courtiers afin de déterminer quels groupes fonctionnels ont mené les examens, comment l'examen a été mené et qui était responsable des différents aspects du processus. Nous avons relevé les sujets de préoccupation suivants.

- Certains courtiers membres s'en remettaient à des procédés exécutés par leur société mère ou des membres du même groupe dans lesquels ils avaient un rôle limité et n'évaluaient pas de façon indépendante les risques propres au produit pour le courtier membre et ses clients. Dans certains cas, le courtier membre a obtenu les résultats mais non les détails et les risques propres au produit pouvant l'aider à mener une évaluation indépendante et à superviser l'activité de commercialisation et de négociation par la suite.
- Nous avons observé que certains groupes bancaires qui comprennent des courtiers membres ont des processus complexes et fragmentés d'examen des nouveaux produits et entreprises. Ils ont des comités distincts chargés de la gestion des risques, des nouvelles activités, des risques de crédit et des nouveaux produits au détail qui évaluent tous différents éléments du risque, surtout des comités formés par la banque mère. Le courtier membre était représenté à certains des comités et pas à d'autres, ce qui lui rendait difficile, voire impossible, la tâche de rassembler les résultats des différentes évaluations pour en faire une évaluation cohérente.
- La plupart des processus supposent le recours à des comités, mais certains d'entre eux étaient déséquilibrés, et seuls des directeurs commerciaux ou des membres du personnel de gestion des risques financiers y participaient, mais pas les membres du personnel de conformité ou d'autres personnes responsables de la protection des investisseurs.
- Certains processus comportaient des délégations de responsabilité diffuses ou incertaines pour susciter des propositions et prendre des mesures en fonction des résultats obtenus.

Les meilleurs processus de contrôle diligent des produits comprenaient les aspects suivants :

- l'attribution de la responsabilité particulière de désigner les produits susceptibles d'être examinés aux gestionnaires d'un secteur d'activité désireux d'ajouter le produit à leurs gammes de produits;
- la responsabilisation précise par l'identification du propriétaire du produit soumis au processus de contrôle diligent;
- la participation au comité de contrôle diligent des produits de l'ensemble des services qui ont des observations utiles à soumettre à l'égard des décisions et un intérêt quant à l'issue des décisions, y compris le personnel de conformité et de supervision;
- un processus de prise de décisions clair qui détermine la personne qui approuvera un produit en vue de sa vente. Certains processus nécessitent l'approbation unanime de tous les membres du comité de contrôle diligent des produits; certains acceptent un vote majoritaire mais rendent obligatoire l'approbation d'un service particulier, comme celui de la conformité.

Tenue des registres

Nous avons examiné les méthodes de tenue des registres en vue de la consignation des résultats des processus de contrôle diligent des produits. Certaines ont révélé les lacunes suivantes :

- l'absence de preuve du travail de contrôle diligent effectué;
- l'absence de renseignement sur les motifs des décisions prises dans le cadre des processus effectués à l'extérieur du courtier membre;
- l'absence de registres des conclusions portant sur les limitations de l'utilisation des produits approuvés.

Les meilleurs processus comprenaient les preuves suivantes :

- les registres du travail de contrôle diligent accompli afin d'évaluer les risques des produits examinés. Ces registres pouvaient alors servir de fondement à la formation à donner sur le produit et aux documents de commercialisation;

- les registres spécifiques concernant les questions de convenance des produits évalués à l'occasion du processus et les conclusions dégagées.

Communication des résultats du contrôle diligent des produits

Nous avons examiné les processus existants de contrôle diligent des produits afin d'établir comment les résultats des examens ont été communiqués aux employés et aux clients du courtier membre. Nous avons relevé les sujets de préoccupation suivants :

- certains processus de contrôle diligent des produits n'envisageaient pas les renseignements qui devraient être communiqués aux superviseurs et aux représentants inscrits pour les aider à comprendre les produits soumis à l'examen et à établir s'ils convenaient aux clients. Les processus obligeaient les superviseurs et les représentants inscrits à assurer leur propre formation tout en sachant seulement que le produit avait été approuvé;
- certains ne relevaient pas les caractéristiques importantes du produit qui devraient être indiquées aux clients envisageant un placement.

Les meilleurs processus comprenaient les aspects suivants :

- un processus de formation des représentants inscrits au sujet des caractéristiques et des risques des nouveaux produits;
- les processus visant à s'assurer que les clients recevaient toutes les explications sur la complexité et les risques propres au produit;
- les processus en vue de s'assurer que les représentants inscrits et les clients avaient connaissance de l'existence de produits de rechange présentant moins de risque.

5. CONFORMITÉ AUX RÈGLES DE COUVERTURE

L'article 17.1, la Règle 100 et le Formulaire n° 1 de l'OCRCVM exposent les principaux aspects des règles relatives à la formule de capital et à la couverture au sein du secteur canadien des valeurs mobilières. La formule de capital est conçue pour mesurer la solvabilité d'un établissement en fonction de la liquidité des actifs au bilan disponibles afin d'acquitter ses dettes à court terme. Ce calcul est également appelé les actifs de « liquidités nettes » et sa définition englobe les actifs facilement convertibles en espèces (ou quasi-espèces) moins les

passifs. Ce montant calculé à partir du bilan est ensuite rajusté en fonction des réserves de capital qui agissent comme coussin à l'égard de la solvabilité continue des courtiers membres. Il sert également de protection contre les pertes futures éventuelles attribuables aux variations de la valeur marchande des actifs que l'établissement utilise comme effet de levier. Les actifs avec effet de levier peuvent comprendre les actifs en portefeuille et ceux des clients qui ont été achetés sur marge.

L'utilisation que fait l'établissement du capital se fonde principalement sur l'évaluation du risque de liquidité propre à l'établissement. Bien qu'une pénurie de liquidités et une pénurie de capitaux propres ne soient pas la même chose, elles peuvent provoquer le même résultat, la faillite. Il est fréquent qu'une entreprise dont les états financiers indiquent d'importants capitaux propres déclare faillite en raison de son incapacité à acquitter ses dettes lorsqu'elles deviennent exigibles. Dans la plupart des cas, cette incapacité découle du fait qu'une entreprise acquiert des actifs qui peuvent avoir de la valeur à long terme dans l'hypothèse de la continuité de l'exploitation, mais qui ne peuvent être facilement convertis en espèces afin d'acquitter des obligations à court terme. Le secteur des valeurs mobilières accorde une grande importance aux liquidités car, à l'opposé d'autres secteurs, il est confronté à un besoin constant de liquidités pour faire face à la fois aux obligations de compensation et aux demandes de clients qui veulent ravoir leurs fonds non investis.

La formule de capital révisée a été instaurée en 1993 et est restée pour l'essentiel inchangée. Elle sert à mesurer le risque de liquidité d'une société de courtage et comprend le calcul des exigences au titre des réserves en capital en ayant recours à des règles de couverture fondées sur la stratégie pour quantifier le risque de marché de chaque type de titres détenus en portefeuille et dans des comptes sur marge de clients.

La modélisation mathématique constitue une autre méthode pour quantifier le risque commercial dans le calcul du capital prescrit et comprend des modèles de la valeur à risque (« VaR ») afin de calculer les besoins de capitaux quant aux risques de marché. La différence entre la VaR et la couverture fondée sur la stratégie est que la VaR établit la valeur en cas de liquidation de tous les produits du même émetteur dans un même panier de risques alors que la couverture fondée sur la stratégie permet l'appariement de positions déterminées du même émetteur aux fins de la compensation des couvertures. Dans le cas du risque de marché propre au portefeuille dans son ensemble, le modèle de la VaR tient de plus compte des réductions du risque qui peuvent être obtenues par la diversification du portefeuille. Cette autre démarche de

quantification du risque de marché dans le cas d'importants portefeuilles diversifiés et de modélisation de l'exposition pour calculer les déductions portant sur le risque de crédit associé aux instruments hors bourse se traduit par un levier financier accru.²⁸

Au Canada, les courtiers membres de l'OCRCVM ne peuvent invoquer que les règles de compensation des couvertures fondées sur la stratégie, ce qui crée un écart entre le capital prescrit des courtiers membres et celui de leur banque mère qui a adopté la modélisation de la norme de Bâle et les lignes directrices sur le capital des banques du BSIF. Cet écart explique pourquoi les produits structurés comme les titres garantis par des créances et les swaps sur défaillance sont consignés dans les registres de la banque mère plutôt que dans ceux du courtier membre.

Règles de couverture applicables au PCAC

Les règles de couverture de l'OCRCVM comprennent une catégorie particulière aux instruments du marché monétaire appelée les « billets admissibles de commerce, de sociétés et de sociétés de financement », qui reçoivent un traitement plus favorable en matière de couverture que d'autres obligations commerciales, débetures et billets, pourvu que les critères minimaux suivants soient respectés :

- l'émetteur est une société constituée en vertu de la loi canadienne et a une valeur nette d'au moins 10 millions de dollars;
- l'émission est garantie par une autre société ayant une valeur nette d'au moins 10 millions de dollars ou l'émetteur a conclu un contrat exécutoire obligeant une société ayant une valeur nette d'au moins 25 millions de dollars à payer à la société émettrice ou à un fiduciaire pour les porteurs de billets des sommes suffisantes pour couvrir le montant total de la dette.

En outre, le produit doit être émis aux termes d'un prospectus ou d'une notice d'offre fournissant des renseignements déterminés.

La structure juridique des structures d'accueil utilisées dans le cadre des programmes de PCAC ne respecte pas les critères propres au « papier commercial acceptable » parce qu'elles sont structurées comme fiducies et non comme « sociétés constituées au Canada ». En outre, la notice d'offre des programmes de PCAC ne fournit pas tous les renseignements requis.

Tous les courtiers ont appliqué les règles de couverture favorables comme si le PCAC respectait les critères applicables au papier commercial acceptable. La conséquence sur le capital réglementaire à cet égard n'était pas significative puisque tous les courtiers membres détenant des positions importantes en portefeuille sur le PCAC émis par des tiers, en particulier les placeurs principaux, appartenaient à des banques qui possédaient un capital réglementaire plus que suffisant pour soutenir les positions assorties du taux de couverture intégral. Les montants des positions des clients sur le PCAC émis par des tiers détenues sur couverture n'étaient pas importants.

6. LES PROGRAMMES D'AIDE À L'INTENTION DES CLIENTS

Tous les courtiers membres ont mis en œuvre ou se sont engagés à mettre en œuvre des programmes d'aide destinés aux clients. Les programmes d'aide de trois des courtiers membres sont conditionnels à la réalisation de la restructuration prévue par le plan du comité pancanadien. Les autres courtiers membres ont procuré une aide quasi immédiate après le gel du marché en août 2007. Ces courtiers membres ou leurs sociétés mères ont racheté le PCAC à leurs clients.

Au total, 610 clients de détail ont déjà reçu 319 765 912 \$ d'aide de la part de sept courtiers membres. Un autre groupe de 1 776 clients doivent recevoir 177 385 000 \$ à la réalisation de la restructuration, ce qui représente leur placement intégral majoré de l'intérêt.

Certains courtiers membres ont également conclu des ententes avec des entreprises clientes qui détenaient du PCAC émis par des tiers comme financement de rechange dans l'attente de la restructuration. Certaines entreprises clientes sont restées exposées au PCAC.

PARTIE III

CONSTATATIONS

ET

RECOMMANDATIONS

1. SOMMAIRE DES CONSTATATIONS

Le texte suivant fait le survol des constatations de l'étude sur la réglementation concernant le PCAC émis par des tiers et de l'analyse de conformité :

Constatations générales relatives au PCAC émis par des tiers

1. Le marché mondial des instruments dérivés de crédit et les programmes canadiens de PCAC émis par des tiers ont connu une croissance rapide et parallèle. Les instruments dérivés de crédit ont offert aux créateurs de PCAC émis par des tiers des créances à titriser leur permettant de faire concurrence pour se tailler une part du marché du PCAC sur un marché dominé auparavant par les programmes de PCAC bancaires ayant recours à des actifs plus traditionnels, mais modifiant les contenus des portefeuilles sous-jacents pour qu'ils passent des actifs aux passifs.
2. L'expansion des programmes de PCAC était également attribuable à la croissance simultanée des actifs liquides et à la réduction de certains moyens de placement à court terme traditionnels, comme les bons du Trésor, au moment même où les emprunts des gouvernements diminuaient.
3. L'émission du PCAC émis par des tiers a bénéficié des mêmes dispenses en vertu des lois sur les valeurs mobilières qui s'adressaient au papier commercial traditionnel. Ces dispenses des exigences de prospectus et d'inscription sont récemment devenues uniformes partout au Canada et nécessitent une « note approuvée » d'une « agence de notation agréée » plutôt qu'un montant minimal de souscription.
4. L'admissibilité aux services de compensation, de règlement et de dépôt par l'intermédiaire de CDS a augmenté l'efficacité du placement du PCAC émis par des tiers au Canada pour en faire bénéficier tous les investisseurs individuels en contrepartie de faibles frais d'opérations, permettant ainsi aux courtiers qui l'offraient aux clients de détail de couvrir les frais d'opérations, ce qui préservait son rendement avantageux par rapport à d'autres instruments du marché monétaire ayant une note semblable.
5. DBRS était le seul fournisseur de services de notation du crédit des programmes de PCAC émis par des tiers au Canada. En raison d'ententes de confidentialité conclues avec les promoteurs, il n'y avait aucune transparence quant aux actifs sous-jacents particuliers, à la qualité et au rendement du portefeuille ou à la nature des aspects particuliers des

conventions de liquidités. Les courtiers et les investisseurs en sont venus à se fier aux notes de crédit de DBRS et à leur connaissance du soutien aux liquidités des programmes.

6. Le marché n'a pas établi de distinction entre les programmes bancaires fondés sur les actifs traditionnels et les programmes de PCAC émis par des tiers faisant appel à des produits financiers structurés. Il n'y a pas eu de renseignements détaillés donnés au public sur la composition des catégories de créances d'un fonds multicédant émetteur pour faire la distinction entre les stratégies de titrisation des créances des fonds multicédants de PCAC. Les investisseurs institutionnels ont eu un accès privilégié aux renseignements sur les fonds multicédants dont les courtiers membres étaient les promoteurs. Bien que DBRS ait eu recours à différentes méthodes pour établir la note des programmes de papier commercial adossés à des actifs traditionnels et celle des programmes adossés à des actifs financiers structurés, elle a eu recours à la même échelle de notes pour les deux types de programme.
7. Les fonds multicédants tiers ont plus ou moins obtenu le même rendement que les programmes de PCAC bancaires. Pendant la période allant de 2003 à 2007, les programmes bancaires et non bancaires ont obtenu de façon constante quelques points de base de plus (généralement de 20 à 30) que les acceptations bancaires.
8. Les conventions de liquidités adossant des programmes de PCAC émis par des tiers ont été un sujet de désaccord entre les agences de notation. Les promoteurs connaissaient ces différences.
9. L'absence de transparence à l'égard des actifs sous-jacents a contribué au gel survenu en août 2007. Personne ne pouvait confirmer si les actifs des fonds multicédants étaient exposés au marché des créances immobilières à risque élevé aux États-Unis ou si l'une ou l'autre des parties subissait des pertes importantes en raison de l'effondrement du marché.
10. Lors du gel du marché du PCAC émis par des tiers en août 2007, certains fournisseurs de liquidités ont convenu de fournir des liquidités; d'autres ont refusé de le faire.

Constatations relatives aux courtiers membres

1. Quatre-vingt-dix-neuf pour cent du PCAC émis par des tiers a été placé par des courtiers membres auprès de clients institutionnels et sous forme d'avoirs en portefeuille.

2. Les courtiers membres ont considéré que le PCAC constituait un instrument du marché monétaire fongible offrant un rendement légèrement supérieur à celui des autres placements, mais comportant un risque légèrement supérieur à ceux-ci ou le même risque. Ils n'ont pas établi de distinction entre le PCAC bancaire et le PCAC émis par des tiers.
3. Le PCAC émis par des tiers s'est retrouvé dans la chaîne de distribution au détail, dans certains îlots, par l'intermédiaire de quelques courtiers et souvent, chez eux, par l'intermédiaire de quelques bureaux ou représentants inscrits.
4. Les courtiers membres et les représentants inscrits ont accordé peu de considération aux caractéristiques ou aux risques propres au PCAC émis par des tiers. Les facteurs déterminants dans l'acceptation du PCAC émis par des tiers par les représentants inscrits de détail et leurs clients ont été la note de crédit et le rendement. Dans certains cas, les dispenses des exigences de prospectus et d'inscription en vertu des lois sur les valeurs mobilières, l'apparition du produit sur les écrans d'ordres des courtiers chargés de comptes ou les faibles écarts de rendement par rapport à d'autres produits du marché monétaire ont alimenté la confiance accrue des courtiers membres et des représentants inscrits.
5. Les courtiers qui ont vendu du PCAC émis par des tiers et d'autres instruments du marché monétaire à des clients l'ont fait en vue d'offrir toute la gamme de produits. La commission sur les instruments du marché monétaire, y compris le PCAC émis par des tiers, était pratiquement nulle, si ce n'est celle nécessaire pour couvrir les frais d'opérations.
6. Les processus de lancement des produits des courtiers membres examinés étaient généralement inadéquats :
 - quelques courtiers n'avaient aucun processus;
 - la plupart des courtiers membres n'avaient pas de critères adéquats leur permettant de déterminer quels produits devaient être soumis à un examen;
 - la plupart des courtiers membres n'ont pas tenu compte du risque d'atteinte à la réputation dans leur évaluation des offres de produits;
 - les courtiers membres appartenant à des banques ou à des membres du même groupe ont tendance à se fier aux processus de leur banque mère;
 - la plupart des processus n'offrent pas d'examen ou de réévaluation de suivi des produits approuvés;

- la plupart des processus n'offrent pas de formation aux superviseurs et aux représentants inscrits portant sur les caractéristiques et les risques propres aux nouveaux produits.

2. NORMES DE L'OCRCVM

La présente rubrique fait état des règles et des normes de l'OCRCVM pertinentes aux relations avec les clients.

Objectifs

L'objectif des règles de l'OCRCVM décrites ci-après est de s'assurer que les courtiers membres et les représentants inscrits s'acquittent de leur obligation de convenance envers les clients et que les titres sont commercialisés auprès des clients de manière appropriée. Les courtiers membres et les représentants inscrits doivent avoir une connaissance suffisante des produits vendus à leurs clients pour s'acquitter de leurs obligations.

Convenance

La Règle 1300 de l'OCRCVM expose les exigences de base quant à la connaissance du client et à la convenance. Elle oblige les courtiers membres à effectuer un contrôle diligent afin de connaître les faits essentiels relatifs à tous leurs clients et à tous les ordres et à s'assurer que toute recommandation faite à un client et tout ordre accepté de celui-ci lui conviennent. Le courtier membre doit évaluer la convenance en regard des renseignements obtenus sur le client, en fonction de facteurs comme la situation financière du client, sa connaissance des placements, ses objectifs de placement et sa tolérance au risque. Il est important de noter que la règle n'aborde pas uniquement le besoin de comprendre la situation du client, mais également les faits essentiels relatifs à chaque ordre particulier.

Connaissance des produits

Le Manuel sur les normes de conduite des professionnels du secteur des valeurs mobilières (le « MNC ») expose les attentes envers les courtiers membres et les représentants inscrits

lorsqu'ils s'acquittent de leurs obligations au titre de la convenance^{††}. Afin de déterminer si une opération convient à un client, les courtiers inscrits doivent connaître les caractéristiques risque/rendement des titres évalués en plus de connaître les renseignements pertinents sur le client.

Le MNC indique que, dans le cas des produits dont la structure est complexe ou qui manquent de transparence, le courtier membre doit effectuer une évaluation détaillée du titre avant d'approuver le produit en vue de sa vente. En outre, le courtier membre doit procéder à une évaluation de la disponibilité et de la fiabilité des renseignements de commercialisation de l'émetteur du produit. Le MNC indique que les représentants inscrits devraient examiner ces renseignements avant que ces produits soient recommandés ou vendus. Les représentants inscrits doivent évaluer les caractéristiques de risque/rendement du produit ainsi que toutes les variables concernant l'opération visée (achat/vente, espèces/couverture) afin d'évaluer adéquatement la convenance d'une opération proposée.

Supervision

La Règle 29.27 de l'OCRCVM exige que le courtier membre établisse et maintienne un système lui permettant de surveiller les activités de chacune de ses personnes autorisées. Le courtier membre doit également avoir des politiques et des méthodes acceptables et un nombre suffisant d'employés et de ressources pour veiller à l'application, de manière adéquate et sans réserve, des politiques et des méthodes.

La Règle 2700 renferme des exigences détaillées pour la surveillance de l'activité portant sur les comptes de détail des clients conçues pour s'assurer que les recommandations faites aux clients et les opérations à l'égard de leurs comptes conviennent et qu'une mesure adéquate est prise en ce qui concerne toute activité douteuse.

Documents de commercialisation

Les obligations de surveillance d'un courtier membre comprennent la surveillance et l'approbation des documents utilisés pour la commercialisation de produits. Le paragraphe 29.7

^{††} Toutes les personnes autorisées de l'OCRCVM pouvant traiter avec des clients doivent réussir un examen portant sur le MNC dans le cadre de leur formation de base sur le secteur. La Règle 1500 prescrit que toutes les personnes inscrites doivent avoir accès à une version à jour du MNC.

des Règles de l'OCRCVM interdit aux courtiers membres et aux personnes autorisées de diffuser publiquement de la publicité ou de la documentation commerciale ou d'adresser de la correspondance relativement aux affaires du courtier membre ou de la personne approuvée qui contient une fausse déclaration ou omet de mentionner un fait important ou est d'une autre manière fausse ou trompeuse ou omet d'exposer honnêtement au client les risques éventuels.

Respect de la norme de convenance

Nous attendons des représentants inscrits qu'ils comprennent les produits qu'ils vendent. Les superviseurs doivent comprendre les produits que vendent les personnes sous leur supervision. Les courtiers membres doivent donc les informer des caractéristiques marquantes des produits soumis à un examen et des facteurs à prendre en considération afin de prendre des décisions quant à la convenance de ces produits en particulier.

Les produits structurés présentent de grandes différences quant à leurs modalités, à leur profil risque/récompense, à la liquidité ou à l'existence d'un marché secondaire, à l'actif sous-jacent et à divers autres facteurs. Il est important que les représentants inscrits qui interagissent avec des épargnants aient une compréhension adéquate des produits structurés en général ainsi que des caractéristiques des produits structurés particuliers qui sont offerts.

Les représentants inscrits devraient être en mesure d'expliquer clairement à leurs clients les caractéristiques et les risques propres au produit, y compris les risques associés aux actifs sous-jacents, à la liquidité et au marché.

3. RECOMMANDATIONS

La présente étude et l'analyse de conformité ont montré que la majorité des courtiers membres ayant participé au placement du PCAC émis par des tiers auprès d'investisseurs individuels ne comprenaient pas la composition de l'actif sous-jacent, les risques de liquidité et la méthode de notation distincte utilisée pour les actifs financiers structurés sous-jacents au PCAC. Ils se sont plutôt fiés au classement des produits en tant qu'instruments du marché monétaire, à la dispense relative au placement des titres et à la note de crédit.

Les recommandations suivantes abordent la responsabilité des courtiers membres dans la création et le placement de produits offerts à leurs clients, y compris les produits structurés.

Contrôle diligent des produits

1. Les courtiers membres doivent avoir un processus de contrôle diligent des produits qui tient compte de la nature du produit et des investisseurs visés. L'examen devrait permettre au courtier membre d'évaluer les risques propres aux clients et à l'entreprise, y compris le risque d'atteinte à la réputation. Il devrait également tenir compte du bien-fondé du produit en termes de placement par rapport à des produits de rechange moins complexes et comportant moins de risque qui sont déjà offerts.
2. Le processus d'examen des produits doit comporter des critères pour déterminer les produits qui doivent y être soumis. Il ne doit pas viser uniquement les nouveaux produits, mais aussi les produits qui sont nouveaux pour l'entreprise, ceux qui sont lancés auprès d'une nouvelle catégorie de clients ou ceux qui ont subi une modification importante.
3. Il ne suffit pas qu'un courtier membre accepte l'évaluation d'un créateur tiers en ce qui concerne l'opportunité des produits destinés aux épargnants, car ceux-ci sont en fin de compte les clients du courtier membre et non du créateur des produits. Les courtiers membres doivent mener des évaluations indépendantes de tous ces produits.
4. L'évaluation incombe au courtier membre. Il peut en impartir les processus, que ce soit à des experts contractuels, à des sociétés de son groupe ou à son courtier chargé de comptes, mais cette façon de faire ne le libère pas de sa responsabilité à l'égard des résultats. Le courtier membre doit à la fois obtenir une compréhension suffisante des résultats pour lui permettre de prendre ses propres décisions et comprendre les mesures internes qu'il doit prendre en conséquence, comme la rédaction de documents de commercialisation et d'information et la formation des personnes inscrites. Les courtiers membres qui sont des membres du groupe de grandes institutions sont responsables du processus et ne peuvent le déléguer à leur société mère ou une société sœur. Si la société mère dispose de multiples processus d'évaluation des différents types de risques, le courtier membre doit obtenir des renseignements suffisants sur chacun des processus pour prendre ses propres décisions en matière de produits de manière éclairée.

5. Que les examens soient menés entièrement à l'interne ou impartis, les courtiers membres doivent conserver toute la documentation sur les examens et les décisions prises concernant les produits qu'ils vont placer.
6. Les courtiers chargés de comptes doivent faire connaître à leurs remisiers les offres de produits dont eux-mêmes ou des membres de leur groupe sont les créateurs. Ils doivent aussi mettre à la disposition des remisiers tous les renseignements que ceux-ci jugent nécessaires pour faire leurs propres évaluations des produits offerts à leurs clients.

Transparence des produits

7. Les courtiers membres qui sont des promoteurs de fonds multicédants de produits structurés doivent s'assurer que toutes les caractéristiques importantes du produit sont dévoilées d'une façon qui permet aux investisseurs éventuels d'évaluer le placement, y compris la composition du fonds d'actifs, le revenu et les pertes du fonds et l'expérience de recouvrement du fonds. Ces caractéristiques importantes devraient être adaptées à la connaissance et à l'expérience des investisseurs sur le marché cible et les refléter et, si un produit est admissible en vue de sa vente à des investisseurs individuels, ils devraient tenir compte des besoins de ces derniers.
8. Les courtiers membres qui élaborent des produits faisant appel à une structure d'accueil devraient mettre à la disposition de tous les investisseurs intéressés, non seulement des institutions, des renseignements sur les activités permanentes de leurs fonds multicédants (comme la composition des actifs par catégorie, les pondérations, l'exposition au risque et les notes de crédit, ainsi que les antécédents en matière de défaillance et de pertes).
9. Les courtiers membres qui placent ces produits doivent s'assurer que les caractéristiques et les risques des produits sont communiqués aux clients.

Conflits d'intérêts

10. Si un courtier membre est un créateur et un placeur de produits structurés exclusifs, il doit disposer de processus et de contrôles internes lui permettant de déceler et d'atténuer les conflits d'intérêts éventuels, dont ceux qui visent les membres du même groupe, les sociétés mères et leurs filiales. Les mesures d'atténuation devraient généralement comporter une divulgation en temps utile, adéquate et claire aux clients.

11. Les produits que crée un courtier membre doivent faire l'objet d'au moins les mêmes processus de contrôle diligent des produits, sinon des processus plus rigoureux, que ceux d'autres produits pour ce qui est de facteurs comme la convenance à différents types de clients, le caractère adéquat de l'information du point de vue du client et les besoins de formation des superviseurs et des représentants inscrits.

Notes de crédit

12. Les courtiers membres devraient avoir des contrôles compensatoires lorsqu'ils comptent fortement sur les agences de notation. Les contrôles pourraient comprendre une compréhension poussée de la signification des notes accordées et des types de risques envisagés, des notes accordées par plus d'une agence, la prise en considération du risque additionnel que comporte le fait de n'avoir qu'une seule note et la reconnaissance du fait que les notes de crédit externes ne sont qu'un facteur de l'évaluation d'un produit.
13. La divulgation des notes de crédit devrait être assortie d'une explication claire de leur signification et de leurs limites.

4. AVIS D'ORIENTATION

Le présent examen de la réglementation a démontré que les courtiers membres ont besoin de comprendre les produits qu'ils vendent et de reconnaître les risques propres à ces produits. Le personnel de l'OCRCVM a rédigé l'avis d'orientation joint à l'annexe A afin de communiquer clairement ses attentes en matière de contrôle diligent des produits.

L'OCRCVM utilisera l'orientation donnée par l'avis ci-joint pour éclairer les examens de conformité futurs et déterminera, en fonction de ces examens, si un supplément d'orientation est nécessaire.

ANNEXE A : Avis de l'OCRCVM concernant les nouveaux produits



AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles
Note d'orientation
Règles des courtiers membres

Destinataires à l'interne :
Financement d'entreprise
Crédit
Institutions
Vérification interne
Affaires juridiques et conformité
Opérations
Inscription
Comptabilité réglementaire
Recherche
Détail
Haute direction
Pupitre de négociation
Formation

Personnes-ressources :
Louis Piergeti
Vice-président, Finances et Exploitation
Conformité
416 865-3026
lpiergeti@iroc.ca

Larry Boyce
Vice-président, Conduite professionnelle
416 943-6908
lboyce@iroc.ca

[Avis 08-xxxx]
Le xx xx 2008

Méthodes optimales pour le contrôle diligent des nouveaux produits

Le présent avis porte sur la façon de procéder à l'égard de l'introduction et de la surveillance de nouveaux produits.

Pour pouvoir s'acquitter de son obligation de vérifier le caractère convenable d'un produit de placement pour un client avant de le lui recommander, le courtier doit connaître le produit vendu. Même en présence d'un client institutionnel, le courtier membre doit pouvoir vérifier que le client est en mesure d'évaluer les nouveaux produits et les produits différents.

Le présent avis s'inspire d'un avis semblable publié en avril 2005 par la Financial Industry Regulatory Authority des États-Unis (« FINRA ») et des conclusions d'une vaste enquête sur la conformité à laquelle l'OCRCVM a récemment soumis tous ses courtiers membres participant à la création ou au placement de papier commercial adossé à des créances (« PCAC ») émis par des tiers.

Contexte

Tant les investisseurs que les courtiers optent de plus en plus pour d'autres produits de placement que les titres participatifs et les titres à taux fixe classiques pour obtenir une plus grande sécurité ou un rendement supérieur. Les produits comme les billets à capital protégé, les titres adossés à des créances et d'autres instruments dérivés structurés à partir de créances sont complexes ou ont des caractéristiques uniques que les clients de détail à qui ils sont offerts, voire les représentants inscrits qui les recommandent, peuvent ne pas comprendre parfaitement. Certains semblent comporter pour les investisseurs des avantages qui sont déjà offerts sur le marché sous forme de produits de placement moins risqués, moins compliqués ou moins coûteux, et soulèvent ainsi des inquiétudes quant à leur caractère convenable et aux conflits d'intérêts potentiels qu'ils peuvent créer.

En tant que gardiens de l'accès au secteur des valeurs mobilières, les courtiers membres doivent agir par anticipation en examinant et en améliorant leur façon de procéder pour l'introduction de nouveaux produits et le suivi de produits qui, sans être nouveaux, sont uniques et complexes et exigent un contrôle. Les courtiers membres ont déjà l'obligation de vérifier le caractère convenable d'un produit de placement et d'autres obligations au moment de la recommandation et de la vente d'un produit, mais ils peuvent, par l'adoption de méthodes efficaces pour l'examen d'un produit de placement avant de l'offrir au public, rehausser sensiblement leur capacité de repérer et d'éviter les conflits, les recommandations inappropriées et d'autres problèmes susceptibles d'entraîner des violations.

Il revient aux courtiers membres de remplir les obligations que leur impose la réglementation. Les courtiers membres ne peuvent simplement se fier à d'autres à cet égard. Si l'évaluation d'un nouveau produit que vendra un courtier membre est effectuée par sa société mère ou une

autre société de son groupe, le courtier membre doit participer au processus d'évaluation et s'assurer de disposer d'une documentation suffisante concernant le processus d'évaluation et la décision prise. De plus, les courtiers membres doivent prendre leurs propres décisions concernant des questions connexes telles que le caractère convenable du produit de placement pour leurs clients, les documents de promotion et la formation des superviseurs et des représentants inscrits.

Méthodologie écrite d'évaluation des nouveaux produits

Pour s'acquitter de leur obligation d'établir des contrôles internes efficaces, tous les courtiers membres qui vendent de nouveaux produits doivent mettre au point des politiques et des méthodes écrites formelles et adaptées à leurs activités pour s'assurer qu'aucun nouveau produit ne soit lancé sur le marché avant d'avoir subi une évaluation exhaustive sur les plans de la réglementation, de la gestion des risques et des affaires. Ces méthodes doivent au moins définir ce qui constitue un nouveau produit et faire en sorte que les questions pertinentes soient posées et réglées avant que le produit ne soit offert.

Reconnaissance des nouveaux produits

Il est essentiel que le courtier membre soit en mesure de déterminer les produits devant être l'objet d'un contrôle diligent.

Le courtier membre doit s'assurer de pouvoir repérer les produits devant être soumis à ses processus et systèmes d'évaluation. Il peut, par exemple, examiner tous les produits ajoutés aux systèmes employés pour enregistrer les opérations des clients afin de noter ceux qui devraient être l'objet d'un contrôle diligent, ou encore apprendre à ses représentants inscrits et à ses superviseurs les critères permettant de reconnaître qu'un produit devrait être soumis à un examen.

Des exemples de critères permettant de repérer les produits ou les opérations de clients (épargnants ou investisseurs institutionnels) qui nécessitent un examen sont donnés ci-dessous.

Produits destinés aux clients institutionnels

- Le produit est nouveau sur le marché canadien ou est nouveau pour le courtier membre.

- La conception du produit soulève de nouvelles questions d'ordre juridique, financier, comptable, fiscal, réglementaire, de conformité ou de pertinence pour le courtier membre ou ses clients institutionnels.
- La conception du produit ou l'information donnée sur le produit rend difficile la fixation de son prix, étant donné que son évaluation soulève des problèmes uniques ou non susceptibles de vérification.
- Le profil de risque global du produit est unique, de sorte qu'un nouveau modèle doit être créé pour l'évaluer ou pour en mesurer le risque ou qu'un modèle existant doit être modifié.
- Le produit expose le courtier membre à un risque lié au marché, à la liquidité ou à la contrepartie qui est nouveau ou qui est d'une ampleur différente des risques auxquels il s'exposait jusqu'alors.
- Le produit soulève des risques potentiels en matière de franchise ou de réputation.
- Le produit exige une nouvelle capacité de traitement des opérations, notamment pour ce qui est du règlement, de la livraison ou de la garde, ou expose le courtier membre à de nouveaux risques en ce qui concerne le règlement.

Produits destinés aux clients de détail

En plus des critères énumérés ci-dessus pour les clients institutionnels, les critères suivants peuvent être pris en considération :

- Le produit n'a jamais été vendu aux clients de détail du courtier membre.
- Le produit sera offert par des représentants inscrits qui ne l'ont jamais vendu, à un nouveau type de client de détail ou à l'intérieur d'un nouveau territoire.
- L'offre du produit comporte des pratiques de vente, des stratégies de commercialisation ou des frais qui sont nouveaux ou considérablement différents.
- L'offre du produit crée des conflits d'intérêts n'ayant pas déjà été reconnus et réglés.
- La modification importante d'un produit existant est susceptible de produire des risques d'ordre juridique, d'atteinte à la réputation, de marché ou de placement accrus, notamment.

- La modification d'un produit existant en change considérablement l'horizon temporel, le potentiel de perte, le rendement prévu ou la volatilité de l'évaluation à la valeur du marché.

La liste qui précède ne contient pas nécessairement tous les facteurs permettant de déterminer si un produit de placement doit être l'objet d'un contrôle diligent. Il importe que les courtiers membres ne supposent pas que si un produit est semblable à un produit existant sur le marché, offert par la société de courtage ou ses concurrents, il ne nécessite qu'une évaluation sommaire, voire aucune évaluation.

Toute modification importante d'un produit que vend un courtier membre devrait être soumise au même contrôle qu'un nouveau produit. De plus, il est important que les principes servant à déterminer le type d'évaluation qui convient à un produit donné ou à une modification de produit donnée soient communiqués clairement et mis en application dans l'ensemble de la société de courtage de manière cohérente.

L'OCRCVM recommande aux courtiers membres qui sont incertains quant à la nécessité de soumettre un produit à un contrôle de privilégier la prudence.

Posez les bonnes questions!

Chaque contrôle diligent doit avoir pour objectif fondamental de voir à ce que les bonnes questions soient posées et à ce que des réponses satisfaisantes soient obtenues. Il importe que les questions pertinentes soient posées non seulement pour déterminer si le produit doit être offert, mais aussi pour repérer les caractéristiques essentielles du produit à mettre en évidence au moment de la commercialisation et de la formation.

Les questions judicieuses que doit poser un courtier membre et auxquelles il doit répondre avant de vendre le produit dépendent de la nature du produit, mais doivent comprendre au moins les suivantes :

- À qui est destiné le produit? Sera-t-il offert au détail de façon générale ou limitée et, dans ce dernier cas, comment son offre sera-t-elle restreinte? Par ailleurs, à qui le produit ne devrait-il pas être offert?
- À quel besoin de placement répond le produit? Qu'apporte le produit à l'offre existante du courtier membre en termes de nouveauté ou d'amélioration? D'autres produits moins coûteux, moins complexes ou moins risqués pourraient-ils atteindre les mêmes objectifs?

- Quelles sont les hypothèses de rendement sous-jacentes au produit? Sont-elles fondées? Quel est le marché et quels sont les autres facteurs qui influenceront sur le rendement de l'investisseur?
- Quel est le degré de liquidité du produit? Existe-t-il un marché secondaire pour le produit? Quels sont les risques qui doivent être déclarés et comment sera faite la déclaration?
- Quels sont les risques auxquels s'exposent les investisseurs? Si le produit a été conçu principalement pour générer un rendement, le rendement justifie-t-il les risques?
- Quels sont les frais pour l'investisseur associés au produit? Sont-ils appropriés et transparents? Comment se comparent-ils aux frais de produits comparables qu'offrent la société de courtage ou ses concurrents?
- Comment le courtier membre et ses représentants inscrits seront-ils rémunérés pour le placement du produit? Le placement du produit créera-t-il des conflits d'intérêts entre le client et une partie quelconque de la société de courtage ou les sociétés de son groupe? Dans l'affirmative, comment ces conflits seront-ils réglés?
- Le produit comporte-t-il de nouveaux risques sur les plans juridique, fiscal, du marché ou du crédit?
- Le placement du produit bénéficiera-t-il d'une zone floue de la législation en valeurs mobilières ou favorisera-t-il l'arbitrage réglementaire?
- Quelle est la complexité du produit en termes de structure, de fonction et de description? Cette complexité entrave-t-elle la compréhension et la transparence du produit? Cette complexité a-t-elle une incidence sur le caractère convenable du produit ou sur les exigences de formation reliées au produit?
- Comment le produit sera-t-il commercialisé? Quels seront les documents de promotion et de vente employés? Quels sont les risques qui devront être déclarés et comment sera faite la déclaration? Les personnes se chargeant de l'examen examineront-elles les documents de promotion et de vente?
- Quelles sont les compétences des personnes qui examinent les hypothèses sur lesquelles sont fondés le produit, son rendement et les risques qui y sont liés? Ces compétences leur confèrent-elles l'expertise nécessaire pour parvenir à des conclusions solides?

- Le produit nécessitera-t-il la mise au point ou le perfectionnement de programmes de formation internes destinés aux représentants inscrits et à leurs superviseurs? Dans l'affirmative, comment et quand la formation sera-t-elle donnée?
- Les systèmes existants du courtier membre peuvent-ils supporter le produit, ou sera-t-il nécessaire de prévoir de nouveaux systèmes?

Méthodes optimales

Afin d'aider les courtiers membres à évaluer l'efficacité de leur façon de procéder actuelle pour le contrôle diligent de nouveaux produits, l'OCRCVM s'est penché sur les méthodes de contrôle de nouveaux produits examinées dans le cadre de la vaste enquête sur la conformité à laquelle il a soumis les courtiers membres participant à la création ou au placement de PCAC émis par des tiers.

Les méthodes recommandées facilitent le respect des obligations des courtiers membres quant à la vérification du caractère convenable des produits, à l'atténuation des conflits d'intérêts et à l'établissement d'un programme de formation et de règles de supervision appropriés. Le présent avis ne constitue pas un guide exhaustif sur la marche à suivre en matière de conformité et de supervision, mais plutôt un survol des méthodes qu'emploient certains courtiers membres pour veiller à la conformité.

Il est recommandé aux courtiers membres de prendre connaissance de l'information donnée ci-dessous pour évaluer leurs propres méthodes et pour y apporter les modifications les plus adaptées à leur société. Une méthode qui est indiquée pour une grande société pourrait ne pas être efficace ou rentable pour une société plus petite. Les courtiers membres doivent adopter des méthodes et des contrôles efficaces compte tenu de leur taille, de leur structure et de leurs activités, mais ne peuvent manquer d'établir des principes et des méthodes pertinents en raison de limitations liées à leur taille, à leur structure ou à leurs activités.

Pour être efficace, le programme de contrôle diligent des nouveaux produits des courtiers membres doit comprendre les éléments suivants :

- une façon de procéder uniformisée exigeant une proposition de « nouveau produit » écrite;
- une évaluation préliminaire du produit ou du concept proposé par le personnel du membre chargé de la conformité ou son personnel juridique, afin de déterminer, notamment, s'il s'agit d'un nouveau produit ou d'une modification importante d'un produit

existant et s'il y a lieu d'en effectuer un examen interne et, le cas échéant, dans quelle mesure;

- dans le cas d'un nouveau produit ou de la modification importante d'un produit existant, un examen minutieux par un comité ou un groupe de travail composé de représentants de tous les secteurs concernés du courtier membre, dont les services de la conformité, juridique, financier, de la commercialisation, des ventes et de l'exploitation;
- la prise d'une décision officielle approuvant, désapprouvant ou reportant la proposition, par un comité chargé des nouveaux produits ou un autre groupe doté d'un pouvoir décisionnel comprenant des membres de la haute direction de la société;
- une évaluation du niveau de formation nécessaire pour que les représentants inscrits et les superviseurs connaissent les caractéristiques et les risques du produit et puissent juger du caractère convenable de recommandations et de ventes faites à des clients, et la conception et la mise en application du programme de formation nécessaire;
- si le produit est approuvé, la détermination du degré de suivi approprié et de la façon de procéder pour le suivi, y compris :
 - la surveillance des plaintes et des doléances des clients concernant le produit;
 - la réévaluation continue des besoins en formation;
 - la vérification de l'observation des restrictions à la vente du produit;
 - la réévaluation périodique du caractère convenable du produit.

ANNEXE B : Liste du PCAC émis par des tiers canadiens

Fonds multicédants visés par la proposition de Montréal	Exclus	Fonds multicédants concernés par le plan de restructuration pancanadien
1 - Apollo Trust		1 - Apollo Trust
2 - Aurora Trust		2 - Aurora Trust
3 - Comet Trust		3 - Comet Trust
4 - Gemini Trust		4 - Gemini Trust
5 - Planet Trust		5 - Planet Trust
6 - Rocket Trust		6 - Rocket Trust
7 - Slate Trust		7 - Slate Trust
8 - Structured Asset Trust		8 - Structured Asset Trust
9 - Structured Investment Trust III		9 - Structured Investment Trust III
10 - Ironstone Trust		10 - Ironstone Trust
11 - MMAI Trust		11 - MMAI Trust
12 - Silverstone Trust		12 - Silverstone Trust
13 - Aria Trust		13 - Aria Trust
14 - Encore Trust		14 - Encore Trust
15 - Newshore Canadian Trust		15 - Newshore Canadian Trust
16 - Opus Trust		16 - Opus Trust
17 - Symphony Trust		17 - Symphony Trust
18 - Apsley Trust		18 - Apsley Trust
19 - Devonshire Trust	Devonshire Trust	
20 - Whitehall Trust		19 - Whitehall Trust
21 - Selkirk Funding Trust		20 - Selkirk Funding Trust
22 - Skeena Capital Trust	Skeena Capital Trust	

ANNEXE C : Lettre de DBRS concernant les opérations adossées à des actifs financiers structurés financées par du PCAC canadien

[TRADUCTION]



Dominion
Bond
Rating
Service
Limited

200 King Street West, Suite 1304
Sun Life Centre, West Tower, P.O. Box 34
Toronto, Ontario, Canada M5H 3T4

Téléphone : 416-593-5577
Télécopieur : 416-593-5904
Site Web : www.dbrs.com

Le 10 novembre 2006

Par courrier électronique

Destinataires : les participants au marché

Objet : opérations adossées à des actifs financiers structurés financées par du PCAC canadien

Dans le cadre de son examen continu, du point de vue du crédit, des opérations financées par du PCAC canadien, DBRS a constaté ce qui suit :

1. Le marché canadien du papier commercial adossé à des créances (« PCAC ») a enregistré une croissance extraordinaire (de plus de 50 %) au cours des deux dernières années. Cette croissance est largement attribuable à la hausse contemporaine des opérations adossées à des actifs financiers structurés (« AFS ») financées par du PCAC. Ce type d'opérations représente maintenant environ 28 % de l'ensemble du PCAC en circulation et environ 20 % de l'ensemble des titres adossés à des créances sur le marché canadien.
2. Les structures constituées de titres garantis par des créances (« TGC ») qui sont des titres supraprioritaires avec levier financier (« TSLF ») sont les produits choisis le plus souvent pour les fonds multicédants de PCAC canadiens, de sorte que la part des opérations comportant des TSLF qui sont financées par du PCAC s'élève maintenant à environ 70 %.
3. Étant donné l'état actuel du marché des titres de créance structurés, les rendements sont maintenant moins intéressants qu'auparavant pour les vendeurs de protection contre le risque de crédit. Par conséquent, il a été nécessaire d'examiner de près les

opérations récentes afin de s'assurer que les opérations adossées à des AFS ne comportent pas de risques supplémentaires.

Après avoir étudié sérieusement les points précédents et examiné de près les opérations adossées à des AFS existantes, DBRS a tiré les conclusions suivantes :

1. Le volume actuel des opérations adossées à des AFS est important par rapport à l'ensemble du marché des titres adossés à des actifs, mais DBRS juge que la qualité des actifs existants sous-jacents aux produits notés est très élevée et prévoit que le rendement futur de ces actifs sera vigoureux.
2. DBRS est d'avis qu'une augmentation continue des opérations adossées à des AFS au même rythme qu'au cours des dernières années pourrait soulever des préoccupations :
 - a) l'utilisation continue et presque exclusive de TSLF fait en sorte qu'une part de plus en plus grande des opérations réalisées sur le marché comprend des obligations de financement conditionnelles;
 - b) les opérations adossées à des AFS qui sont structurées dans le contexte actuel pourraient comporter des caractéristiques financières et des risques considérablement différents de ceux d'opérations structurées passées.

Compte tenu de ce qui précède, DBRS estime qu'il convient d'utiliser une approche prudente pour gérer la croissance future des opérations adossées à des AFS financées par du PCAC canadien. Comme par le passé, les participants au marché doivent s'attendre à ce que seules les opérations qui dépassent d'une large marge les exigences de notation minimales soient approuvées par DBRS. Toutefois, ils doivent savoir qu'en raison de la nouvelle approche de DBRS à l'égard des opérations adossées à des AFS, les types d'opérations adossées à des AFS approuvées à l'avenir seront plus restreints que par le passé.

DBRS compte mettre en application sa nouvelle approche dès maintenant. DBRS n'a l'intention de modifier aucune note accordée au PCAC canadien existant, étant donné que toutes les opérations adossées à des AFS notées dépassent actuellement les exigences minimales dans chaque catégorie de notation.

En ce qui concerne les opérations que DBRS est actuellement en train d'examiner, DBRS les évaluera au cas par cas afin de déterminer s'il y a lieu de les approuver.

Veuillez adresser toutes vos questions à ce sujet à Huston Loke.

Cordialement,

DOMINION BOND RATING SERVICE LIMITED

[signé]

Huston Loke

Directeur général de groupe adjoint

416-597-3627

BIBLIOGRAPHIE

ABCP Information Memoranda for 15 third-party ABCP Conduits,

http://research.cibcwm.com/commercialpaper/private/cp_a.shtml

ARMSTRONG, Christopher. *Moose Pastures and Mergers: The Ontario Securities Commission and the Regulation of Share Markets in Canada, 1940-1980*, University of Toronto Press, 2001

ATKINS, Paul. *Interview by Reuters*, 24 avril 2008

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES. *Norme canadienne 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, 14 septembre 2005,

http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part4/rule_20050708_45-106_ni-registrati-on-exempt.pdf (au Québec, le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*), <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/45-106vafr.pdf>)

BANQUE DU CANADA. « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », *Revue du système financier*, 2003

BANQUE DU CANADA. « Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers », *Revue du système financier*, juin 2008

BARRETT, Ross et John EWAN, British Bankers Association (BBA). *Credit Derivatives Report 2006*, résumé

(http://www.bba.org.uk/content/1/c4/76/71/Credit_derivative_report_2006_exec_summary.pdf)

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, juin 2006

Basel Committee Publications, n° 50, « Bank for International settlements », juin 1999

Basel Handbook (The), deuxième édition, sous la direction de Michael K. Ong

BOMFIM, Antulio N. *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*, 2005

BUREAU DU SURINTENDANT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES CANADA. *Préavis – Version provisoire, Titrisation - Pratiques attendues*, 19 juin 2008

BUZANIS, Michael et Huston LOKE. *DBRS Revises CDO Criteria for Canadian ABCP Issuers*, communiqué, 19 janvier 2007

CARNEY, Mark. Allocution devant la New York Association of Business Economics, New York, New York, 22 mai 2008

COVENTREE CAPITAL GROUP INC. *Market Disruption Defined*, rapport, mai 2004

COVENTREE CAPITAL GROUP INC. *Market Disruption Defined – Part II*, rapport, mai 2005

CSI GLOBAL EDUCATION INC. *Conduct and Practices Handbook for Securities Industry Professionals*

DEY, Peter J. « Exemptions under the Securities Act of Ontario, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada », 1972, *Corporate and Securities Laws*

FABOZZI, Frank J. et T. Dessa FABOZZI. *The Handbook of Fixed Income Securities*, quatrième édition, Chicago, Illinois, Irwin Professional Publishing, 1995

FABOZZI, Frank J. et Steven V. MANN. *The Handbook of Fixed Income Securities*, septième édition, New York, New York, McGraw-Hill, 2005

FEEHELY, Jamie et Jirch WONG. Présentation de DBRS en Powerpoint devant le personnel de l'enquête sur la conformité de l'OCRCVM, 23 avril 2008, *Fundamentals of Collateral Debt Obligations*

FEEHELY, Jamie. Présentation de DBRS en Powerpoint, 14 mai 2007, *Market Disruption in the Global Context*

FINANCIAL STABILITY FORUM WORKING GROUP ON MARKET AND INSTITUTIONAL RESILIENCE. *Preliminary report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 15 octobre 2007

FINANCIAL STABILITY FORUM WORKING GROUP ON MARKET AND INSTITUTIONAL RESILIENCE. *Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 5 février 2008

FINANCIAL STABILITY FORUM. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 11 avril 2008

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL. *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, 8 avril 2008

GRAFSTEIN, Jeremiah S. et al. *Comité sénatorial permanent des banques et du commerce*, 16 mai 2007, numéro d'Ottawa–23

Information for Noteholders, « Proposed Restructuring of Canadian third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper », 20 mars 2008, préparé par le Canadian Investors Committee for third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF). *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations – Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-08*, 17 juillet 2008

INTERNAL AUDITORS DIVISION. *Audit Guidelines: New products, Services and Complex Transactions*, mars 2007

JOINT ASSOCIATIONS COMMITTEE. *Structured Products: Principles for Managing Distributor-Individual Investor Relationship*, 12 mai 2008

LOKE, Huston, DBRS. *Re: Canadian ABCP-funded Structured Financial Asset-backed transactions*, lettre de conseils à divers participants, 10 novembre 2006

LUCAS, Douglas J. et al. *Developments in Collateralized Debt Obligations, New products and Insights*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2007

SARPKAYA, S. *The Money Market in Canada*, troisième édition, Don Mills, Ontario, CCH Canadian Limited, 1984

SCHROEDER, Walter. *The Dominion Bond Rating response to the January 2001 Basle Committee on Banking Supervision Draft*, 28 mai 2001

SENIOR SUPERVISORS GROUP. *Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures*, 11 avril 2008

SENIOR SUPERVISORS GROUP. *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, 6 mars 2008

SOREL, Rene R. et Sean D. SADLER, directeurs de la rédaction, McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l., *Annotated Ontario Securities Legislation*, vingt-huitième édition, Don Mills, Ontario, CCH Canadian Limited, 2008

STANDARD & POOR'S. *Leap of Faith: Canadian Asset-Backed Commercial Paper Often Lacks Liquidity Backup*, 1^{er} août 2002

STANDARD & POOR'S. *Liquidity Options Expanding for Canadian ABCP Conduits*, 6 avril 2004

Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies by the Staff of the Securities and Exchange Commission, 8 juillet 2008
<http://www.knowledgemosaic.com/gateway/Rules/SS.craexamination070808.070808.pdf>

THE FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). *Written Procedures on New Products and Business Lines*

THE INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices, 9 avril 2008*

THE JOINT FORUM. *Credit Risk Transfer – Developments from 2005 to 2007, document de consultation, 1^{er} avril 2008*

THE JOINT FORUM. *Customer suitability in the retail sale of financial products and services, 30 avril 2008*

THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, décembre 2004*

THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Consultation Report – The Role of Credit Agencies in Structured Finance Markets, 26 mars 2008*

THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Report of the Task Force on the Subprime Crisis, mai 2008*

THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Report on the Activities of Credit Rating Agencies, septembre 2003*

NOTES :

- ¹ Voir Metcalfe & Mansfield Alternative Investments II Corp., 2008 ONCA 587.
- ² BANQUE DU CANADA. *Revue du système financier*, juin 2008, page 10.
- ³ L'ensemble du marché du PCAC émis par des tiers représentait environ 35 milliards de dollars. La Revue du système financier de juin 2008 de la Banque du Canada ne portait que sur le PCAC des vingt fiducies visées assujetties à un accord moratoire à l'égard des opérations conclu aux termes de l'Accord de Montréal en date du 16 août 2007. Les deux autres fiducies (Skeena Capital Trust et Devonshire Trust), qui représentaient pour leur part 2,8 milliards de dollars, ont été exclues de la proposition de restructuration présentée en mars 2008 par le comité des investisseurs présidé par Purdy Crawford.
- ⁴ La courbe de rendement des bons du Trésor à court terme du Canada est déterminée au moyen des ventes par adjudication publiques des bons du Trésor tenues toutes les deux semaines, auxquelles participent la Banque du Canada, les banques à charte et des courtiers admissibles. Des bons du Trésor de 91 jours et de 182 jours sont émis toutes les semaines et des bons du Trésor de plus longue durée, pouvant aller jusqu'à un an, sont émis à l'occasion.
- ⁵ Aucune information n'ayant été publiée sur la composition exacte des actifs sous-jacents des fonds multicédants canadiens en août 2007, les participants au marché n'ont pu évaluer le risque de crédit.
- ⁶ Notes concernant le diagramme :

La structure d'accueil est constituée sous forme de fiducie qui émet des titres d'une valeur de 10 \$ principalement afin de demeurer à l'abri de la faillite. L'administrateur de la structure d'accueil, c'est-à-dire de la fiducie, est habituellement le promoteur.

Les actifs sont vendus au fonds multicédants à un prix qui reflète un escompte par rapport à leur juste valeur. L'escompte représente l'amélioration des modalités de crédit qui est nécessaire pour protéger le fonds multicédant contre la détérioration de la valeur des actifs et en vue de l'obtention d'une note élevée par les billets de catégorie A (dont l'échéance est de moins de 270 jours et habituellement de moins de 90 jours). Les billets de catégorie E ont à l'émission une échéance pouvant être prolongée jusqu'à un an au gré de l'émetteur et, ne satisfaisant pas aux conditions de dispense des exigences d'inscription ou de prospectus, ne peuvent être vendus qu'à des investisseurs admissibles.

Le vendeur des actifs procure une amélioration des modalités de crédit au fonds multicédant au moyen du surdimensionnement (procédé qui permet d'obtenir la valeur actualisée); il assume ainsi le risque de premier niveau en recevant un produit inférieur à la valeur totale des actifs vendus au fonds

multicédant. La différence constitue le montant qui **n'est pas** financé par le papier commercial émis et qui revient au vendeur une fois les billets entièrement payés.

Un soutien de la liquidité est généralement apporté par une banque canadienne ou étrangère qui s'engage, pour une somme correspondant à la valeur nominale des billets de série A émis et en circulation, à être un fournisseur de liquidités de dernier recours aux termes d'une convention de financement d'urgence. Ce soutien ne s'applique pas aux billets de série E dont la durée peut être prolongée au gré de l'émetteur, ni aux obligations à taux variable (« OTV »), papier commercial de qualité inférieure. L'investisseur assume le risque de liquidité lié aux billets de série E ou aux OTV qu'émet le fonds multicédant.

Pour que son émetteur soit dispensé des exigences provinciales d'inscription et de prospectus, le PCAC sous forme de billets de série A doit avoir reçu d'une agence de notation reconnue une note minimale prescrite (par exemple, la note R-1 (bas) de la part de DBRS) et avoir une durée à l'échéance de moins de 365 jours civils. Les billets de catégorie E et les OTV à long terme ne satisfaisant pas aux conditions de dispense des exigences d'inscription et de prospectus, ils ne peuvent être vendus qu'à des investisseurs admissibles.

⁷ Il importe de tenir compte d'un certain nombre de facteurs; les aspects économiques des différentes opérations sur titres supraprioritaires avec levier financier étaient variables.

⁸ Aux termes du paragraphe 485(1) de la *Loi sur les banques* (« LB ») et du paragraphe 473(1) de la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt* (« LSFP »), les banques et les sociétés de fiducie et de prêt doivent maintenir un capital suffisant. Les lignes directrices du Bureau du surintendant des institutions financières (« BSIF ») ne sont fondées ni sur le paragraphe 485(1) de la LB ni sur le paragraphe 473(1) de la LSFP. Toutefois, le BSIF s'appuie sur les exigences de capital de réserve qu'imposent ses lignes directrices pour déterminer si une banque ou une société de fiducie ou de prêt maintient un capital suffisant selon les exigences de ces lois.

Le BSIF a établi à cette fin deux normes minimales concernant le capital que doit maintenir une banque : le ratio actif / fonds propres et le ratio des fonds propres basé sur le risque. Le premier critère permet de mesurer de façon globale la suffisance des fonds propres d'une institution. Le second porte essentiellement sur le risque que court l'institution. Même si la banque ou la société de fiducie ou de prêt satisfait aux critères établis, le BSIF peut exiger que la banque augmente son capital conformément au paragraphe 485(3) de la LB ou que la société de fiducie ou de prêt augmente son capital conformément au paragraphe 473(3) de la LSFP.

⁹ Document d'information : *Le BSIF fait le point sur son rôle dans le dossier du PCAC*, 22 avril 2008, affiché sur le site Web du BSIF à l'adresse www.osfi-bsif.gc.ca

-
- ¹⁰ Information for Noteholders: Proposed Restructuring of Canadian third-party Structured Asset-Backed Commercial Paper, document préparé par le Comité pancanadien des investisseurs, daté du 20 mars 2008 (page 52).
- ¹¹ BANQUE DU CANADA. *Revue du système financier*, juin 2003, page 45.
- ¹² Ibid. page 46.
- ¹³ Ibid. page 2.
- ¹⁴ BANQUE DU CANADA. *Revue du système financier*, juin 2003, page 45.
- ¹⁵ Ibid. page 48.
- ¹⁶ Ibid. page 50.
- ¹⁷ Présentation Powerpoint de Jamie Feehely et Jirch Wong, de DBRS, devant l'équipe de l'enquête sur la conformité de l'OCRCVM, effectuée le 23 avril 2008 et portant sur les aspects fondamentaux des titres garantis par des créances (page 3).
- ¹⁸ Voir sur le site www.dbrs.com : « Rating Process – Structured Finance » (processus de notation – produits de financement structurés)
- ¹⁹ Voir sur le site www.dbrs.com : « Rating Scale: Commercial Paper and Short Term Debt and Rating Definitions & Other Rating Info: Short-Term and Long-Term Rating Relationships » (Échelle de notation : papier commercial et titres de créance à court terme, définitions de notes et autre information sur la notation – relation entre les notations à court terme et à long terme)
- ²⁰ Voir sur le site www.dbrs.com : « Rating Process – Structured Finance » (processus de notation – produits de financement structurés)
- ²¹ Marchés mondiaux CIBC inc. est nommée en tant qu'agent placeur, mais a délégué ses fonctions à la banque qui est sa société mère.
- ²² Peter J. Dey a publié dans *Exemptions under the Securities Act of Ontario*, page 111, paru dans *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, 1972, Corporate and Securities Law*, des observations sur les dispenses prévues par la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) et a expliqué la raison d'être de la limite de 50 000 \$. Il a noté ce qui suit :

[Traduction] La dispense est assujettie, en ce qui a trait aux billets et au papier commercial vendus à des particuliers, à la condition que la coupure ou le capital de chaque billet ou papier commercial soit d'au moins 50 000 \$. Cette restriction concernant les particuliers a été imposée en 1963 afin de « restreindre les activités des « ten percenters » [NDT : sociétés de financement ainsi appelées parce qu'elles

offraient un taux d'intérêt de dix pour cent] comme la Prudential Finance Corporation ». Le principe sous-jacent au seuil de 50 000 \$ semble être semblable à celui qui motive le seuil de 97 000 \$ stipulé au paragraphe 19(3), c'est-à-dire qu'il est supposé qu'une personne qui est prête à investir 50 000 \$ dans des billets ou du papier commercial négociables est un investisseur averti.

²³ Au 30 avril 2007, la valeur nominale du PCAC émis par des tiers dont les courtiers membres de l'OCRCVM assuraient la garde pour leurs clients de détail s'élevait à 371 millions de dollars, soit environ 1 % de l'ensemble du marché du PCAC émis par des tiers, qui représente 35 milliards de dollars. L'OCRCVM a examiné à des fins réglementaires les registres d'opérations boursières obtenus de 26 courtiers membres repérés dans les registres de dépôt de CDS en tant que courtiers détenant du PCAC émis par des tiers et a relevé 2 542 comptes au nom de clients de détail. De ces comptes, 55 % (ou 1 389) détenaient des positions représentant moins de 50 000 \$ et 74 % détenaient des positions s'élevant à moins de 150 000 \$.

²⁴ Coventree étant une société ouverte, l'information concernant ses activités commerciales, sa situation financière et ses résultats d'exploitation, ainsi que des communiqués de presse concernant tout changement important, sont accessibles sur SEDAR. Toutefois, l'information disponible ne contient aucune précision sur le PCAC dont Coventree est le promoteur.

²⁵ Le personnel de l'OCRCVM a trouvé 15 des 22 notices d'offre sur les programmes de fonds multicédant de PCAC émis par des tiers sur le site Web de Marchés mondiaux CIBC inc., à l'adresse www.cibcwm.com (le lien est le http://research.cibcwm.com/commercialpaper/private/cp_a.shtml). Ces documents sont classés dans la catégorie « Canadian Research Services for Commercial Paper » (services de recherche canadiens pour le papier commercial). Marchés mondiaux CIBC inc. avait prévu réserver le lien d'accès à ces documents à ses clients qui sont des sociétés ou des institutions, qui devaient s'inscrire pour y avoir accès en donnant un mot de passe. Deux autres notices d'offre ont été trouvées sur le site Web du promoteur du PCAC en question.

Le personnel de l'OCRCVM n'a trouvé aucune notice d'offre sur Internet pour cinq des programmes de PCAC émis par des tiers. De ces programmes, trois avaient Newshore Financial Services Inc. comme promoteur (Aria Trust, Encore Trust et Newshore Canadian Trust), un avait la Financière Banque Nationale Inc. comme promoteur (MMAI Trust) et un avait Metcalfe & Mansfield Capital Corp. comme promoteur (Devonshire Trust).

²⁶ BANQUE DU CANADA. *Revue du système financier*, juin 2003, « Le marché canadien du papier commercial adossé à des créances : évolution et enjeux », par Paula Toovey et John Kiff, page 49.

²⁷ Communiqué du Comité pancanadien des investisseurs : *Pan-Canadian Investors Committee Announces Restructuring Plan for Third-Party ABCP*, 23 décembre 2007.

²⁸ En 2004-2005, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC) a décidé d'étendre la surveillance de certains courtiers (dont Lehman Brothers, Bear Sterns, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley et JPMorgan) aux entités dont les comptes sont consolidés avec ceux de ces courtiers, qu'elle appelle les *Consolidated Supervised Entities* (CSE). Ainsi, la SEC s'est penchée non seulement sur les courtiers inscrits, mais aussi sur les sociétés de leur groupe non réglementées et sur la société de portefeuille qui les détient. Comme les autres autorités surveillant des groupes d'établissements actifs à l'échelle internationale, la SEC permettait aux CSE de calculer les exigences de capital selon les normes de Bâle.

Un courtier américain devient une CSE en présentant à la SEC une demande de dispense de la règle concernant le capital net exigé, à la condition que la société de portefeuille qui le détient consente à ce que l'ensemble de son groupe soit soumis à une surveillance globale de la part de la SEC.

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

www.iiroc.ca

1 877 442-4322

Montréal

5 Place Ville Marie, bureau 1550
Montréal (Québec) H3B 2G2
Téléphone : 514 878 2854
Télécopieur : 514 878 3860
Télécopieur pour les questions
touchant uniquement à la mise
en application : 514 878 6324

Toronto

121, rue King Ouest, bureau 1600
Toronto, (Ontario) M5H 3T9
Téléphone : 416 364 6133
Télécopieur : 416 364 0753
Télécopieur pour les questions
touchant uniquement à la mise
en application : 416 364 2998

145, rue King Ouest, bureau 900,
Toronto (Ontario) M5H 1J8
Téléphone : 416 646 7200
Télécopieur : 416 646 7265
Sans frais : 1 866 214 7200

Calgary

355, 4e Avenue S.O., bureau 2300
Calgary (Alberta) T2P 0J1
Téléphone : 403 262 6393
Télécopieur : 403 265 4603
Télécopieur pour les questions
touchant uniquement à la mise
en application : 403 234 0861

Vancouver

Royal Centre, 1055, rue Georgia Ouest,
bureau 2800 C.P. 11164
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6E 3R5
Téléphone : 604 683 6222
Télécopieur : 604 683 3491
Télécopieur pour les questions
touchant uniquement à la mise
en application : 604 683 6262

650 rue Georgia Ouest, bureau 2600
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6B 4N8
Téléphone : 604 602 6962