

Québec, le 15 janvier 2009

Monsieur Edward Greenspoon  
Rédacteur en chef  
The Globe and Mail  
444 Front Street  
Toronto (Ontario) M5V 2S9

Monsieur,

Il n'est pas dans mes habitudes de rectifier publiquement toutes les inexactitudes écrites à propos du système qu'il me revient, avec mes collègues des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), d'administrer, ni de répondre à chacun des articles publiés sur le rôle des autorités en valeurs mobilières, même lorsqu'ils abordent la question de la nécessité d'une commission des valeurs mobilières pancanadienne, un sujet que j'ai à cœur et sur lequel ma position est claire et bien connue. Acceptons nos divergences de vues.

Cependant, les commentaires publiés dans l'édition de mercredi du Globe and Mail sous le titre quelque peu condescendant *ABCP and the Hockin Report – National unity for capital markets* (Le PCAA et le Rapport Hockin : unité nationale pour les marchés financiers) méritent que j'y réponde, ne serait-ce que pour rectifier ce qui me paraît être de lourdes erreurs de la part d'un quotidien financier des plus influents.

Premièrement, d'amener vos lecteurs à croire que « l'effondrement du papier commercial adossé à des actifs aurait bien pu être évité » si les recommandations du Rapport Hockin avaient été en place en 2007 est une explication d'une simplicité touchant à la maladresse.

Deuxièmement, de prétendre que, « s'il y avait eu une commission pancanadienne unique et qu'on avait adopté une démarche réglementaire fondée sur des principes [...], on aurait peut-être évité à la Caisse de dépôt et placement du Québec [...] de lourdes pertes imputables au PCAA » révèle une piètre connaissance du fonctionnement élémentaire des marchés financiers, du moins du secteur institutionnel.

Je ne croyais pas qu'il m'aurait aujourd'hui fallu rappeler à qui que ce soit l'ampleur de la crise financière actuelle, une crise qui frappe les marchés de toutes les valeurs mobilières complexes, partout au monde. Les fausses idées véhiculées dans les extraits cités, et dans le reste de l'article, m'amènent à penser qu'une rectification s'impose.

Jean St-Gelais  
Président-directeur général

Québec  
Place de la Cité, tour Cominar  
2640, boulevard Laurier  
8<sup>e</sup> étage  
Sainte-Foy (Québec)  
G1V 5C1  
tél. : 418.525.7571  
télé. : 418.528.2791

Montréal  
800, square Victoria  
22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec)  
H4Z 1G3  
tél. : 418.525.7571  
télé. : 514.873.0711

Bien que les facteurs ayant conduit à la tempête qui s'abat sur les marchés du crédit au Canada et ailleurs soient nombreux, voici ceux que l'on admet généralement comme étant les principaux :

- le découplage du risque dans le modèle bancaire « originate-to-distribute » (octroi en vue de la cession), dans lequel, en regroupant les crédits et en les vendant à des entités hors bilan ad hoc, l'initiateur ne supporte plus le risque contractuel de défaillance;
- le rôle des agences de notation;
- la trop grande confiance des investisseurs et des intermédiaires dans les notes de crédit;
- le manque de transparence et d'information sur les actifs sous-jacents qui rendait difficile pour les participants au marché de savoir quels produits étaient adossés à des crédits hypothécaires à risque et de quoi étaient composés les actifs sous-jacents à un produit donné;
- le rôle des intermédiaires et leur respect, ou non, des obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance au moment de recommander à leurs clients des produits structurés, tels que le PCAA;
- la gestion du risque déficiente dans les banques et les autres institutions financières et le retard pris en gestion du risque par rapport aux innovations en matière de pratiques de crédit et de négociation;
- certains problèmes liés à la comptabilisation, en particulier la comptabilisation et la valorisation hors bilan.

La crise financière frappe durement le Royaume-Uni et les États-Unis. Pourtant, le Royaume-Uni a une autorité en valeurs mobilières unique, la Financial Services Authority, qui a adopté de longue date une démarche réglementaire fondée sur des principes. Et nous connaissons tous bien la Securities and Exchange Commission des États-Unis, où, s'entendent les analystes, la débâcle du marché hypothécaire à risque a entraîné la crise mondiale du crédit qui sévit depuis l'été 2007. Le Royaume-Uni et les États-Unis sont-ils des pays où « la [...] crise aurait été prévisible [...] et [...] le risque de catastrophe aurait été bien moindre »?

Les analystes s'entendent également pour dire qu'au Canada, le gel du marché du PCAA non bancaire en août 2007 a été l'une des conséquences les plus visibles de la crise. Permettez-moi de vous rappeler le développement du marché du PCAA au Canada.

Dans une structure habituelle de PCAA, le décalage entre les échéances du PCAA à court terme en circulation et des actifs sous-jacents à plus long terme détenus par l'émetteur crée un risque de défaillance qui pourrait empêcher les émetteurs de procéder au « report » ou d'émettre de nouveaux billets pour financer les emprunts qui arrivent à échéance. Les émetteurs de PCAA ont généralement besoin d'un concours de trésorerie (*liquidity facility*) pour atténuer ce risque.

Au Canada, les concours de trésorerie pour les émetteurs de PCAA comportaient généralement un critère de « perturbation générale des marchés », selon lequel le concours n'était activé que si le papier commercial ne pouvait être émis à aucun prix par aucun émetteur. Ces dispositions sur les concours de trésorerie « de type canadien » étaient fondées sur la ligne directrice B-5 du

Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF). Les banques étrangères et les fournisseurs non bancaires de concours de trésorerie ont repris ce texte dans leurs contrats conclus avec les émetteurs de PCAA.

Pour le calcul des normes de fonds propres de la banque, ce texte excluait les portions inutilisées d'un concours de trésorerie qui ne pouvait être utilisé qu'en cas de « perturbation générale des marchés ». Les banques fournissant des concours de trésorerie plus larges « de type international » auraient vu des normes de fonds propres s'appliquer aux portions inutilisées des concours de trésorerie consentis.

Tout le marché canadien du PCAA a été gelé en août 2007, ce qui n'a toutefois pas empêché les émetteurs de PCAA bancaire de continuer à reporter leur PCAA sans interruption notable, car les banques ont racheté une grande part du PCAA aux conduits qui leur étaient reliés et réinscrit au bilan des montants considérables de PCAA.

Pour les banques canadiennes, la protection de leur réputation l'a emporté sur l'exécution contractuelle de la clause de « perturbation générale des marchés ». En défendant leur réputation, elles se sont conduites exactement comme si elles avaient fourni des concours de trésorerie de type international. Certes louable et applaudie par les investisseurs, cette mesure a cependant eu pour effet de placer les émetteurs de PCAA non bancaire dans une situation désavantageuse : sans soutien de liquidité, le marché canadien du PCAA non bancaire s'est immobilisé. Aurait-ce pu être évité?

Le BSIF a depuis lors éliminé le facteur de conversion en équivalent crédit de 0 % applicable aux concours de trésorerie utilisables en cas de perturbation générale des marchés. Ces concours sont désormais assujettis au régime de fonds propres qui s'applique aux concours de trésorerie de type international.

Avons-nous remis en question le fait que nos banques canadiennes étaient autorisées à conclure quelque type de concours de trésorerie que ce soit sans répondre aux normes de fonds propres correspondantes? Que se serait-il passé si elles n'avaient pas eu la solidité financière nécessaire pour racheter leurs conduits de PCAA? Compte tenu du non-respect des normes de fonds propres (pour les concours de trésorerie de type international) imposées par le BSIF, qui en surveille également l'application, les déposants ont-ils été exposés à un risque à un moment quelconque? Et maintenant que les porteurs de PCAA bancaire ont eu gain de cause, devrions-nous remettre en question l'incidence d'un marché avantageux sur les actionnaires de ces banques?

À ceux qui se demandent encore « si [les présidents des quatre plus importantes autorités provinciales en valeurs mobilières] se sont mutuellement fait part de leurs inquiétudes concernant le PCAA », je suggère de se reporter au document de consultation publié par les ACVM en octobre 2008. J'invite également tous ceux qui auraient des commentaires constructifs à formuler sur le document à le faire, les ACVM ayant prolongé la période de consultation jusqu'à la mi-février.

Appuyé sur une recherche solide et élaboré soigneusement à la suite d'une mûre réflexion, ce document est le résumé d'un an de travail. Les ACVM y exposent les principales raisons de la

crise financière et les solutions qui y sont proposées, dont la suppression de la dispense de prospectus et d'inscription prévue actuellement pour la vente aux investisseurs peu avertis de produits semblables au PCAA. Pour apporter une précision sur « la multiplicité déplorable » des lois sur les valeurs mobilières du Canada, ceux qui souhaiteraient prendre connaissance de cette dispense la trouveront à l'article 2.35 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, un règlement **pancanadien** adopté en 2005 par l'ensemble du pays.

Avons-nous été lents à réagir au gel du marché du PCAA? Peut-être, peut-être pas. Lundi, le juge Colin Campbell a donné son approbation finale à la mise en œuvre du plan de sauvetage dont le comité Crawford a entamé l'élaboration il y plus de 17 mois. Souvent, à problèmes complexes, solutions complexes.

Pour proposer au marché ce que j'estime être un ensemble de solutions efficaces, les ACVM souhaitaient évaluer les répercussions réglementaires des propositions présentées, notamment par l'Organisation internationale des commissions de valeurs et la SEC. Pour élaborer les cadres réglementaires proposés, nous voulions faire d'abord une analyse approfondie de la situation et une lecture juste des besoins du marché afin d'éviter d'avoir à revenir sur nos propositions. La SEC a considérablement modifié ses propositions sur les agences de notation parce qu'elle a peut-être fait preuve de trop d'impatience au début.

Enfin, je me demande ces jours-ci si je devrais en rire ou en pleurer lorsque l'on parle de « l'attachement naturel du Québec à son pouvoir législatif sur la propriété et les droits civils ». Je devrais peut-être simplement ne pas en tenir compte et, surtout, ne pas considérer cela comme une insulte à mon intelligence.

Les membres du personnel de l'Autorité des marchés financiers seront heureux de répondre aux questions de votre personnel sur le droit des valeurs mobilières. Pour tout renseignement, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

Veillez agréer, Monsieur, mes salutations distinguées.

Jean St-Gelais  
Président-directeur général  
Autorité des marchés financiers