

## Document explicatif sur le PCAA canadien<sup>1</sup>

### 1. Introduction

Les marchés monétaires canadiens connaissent actuellement un changement important. En effet, l'abandon du taux CDOR après le 28 juin 2024<sup>2</sup> entraînera l'arrêt des émissions d'acceptations bancaires (AB). Cela mettra fin au modèle de financement par voie d'AB, qui existait depuis les années 1960<sup>3</sup>.

Comme il est indiqué dans le [livre blanc](#) publié par le Forum canadien des titres à revenu fixe en janvier 2023, les AB constituent d'importants actifs à court terme du marché monétaire libellés en dollars canadiens. Compte tenu de l'importance des AB, une transition ordonnée vers d'autres produits est essentielle au bon fonctionnement du marché monétaire canadien. Le Forum a donc mis sur pied un groupe de travail chargé de faciliter cette transition. Le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires est coprésidé par Elaine Lindhorst (Gestion de Placements TD) et Charles Lesaux (RBC Marchés des Capitaux).

L'un des principaux objectifs du Réseau est d'examiner la liste des produits susceptibles de remplacer les AB et de prendre des mesures en vue de faire connaître ces produits aux participants au marché et d'éliminer les obstacles à leur utilisation, s'il y a lieu. À la lumière des discussions tenues avec les membres du Réseau, il a été déterminé qu'un document explicatif sur le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) au Canada serait utile. Le Réseau a donc rédigé ce document pour répondre au besoin d'information et donner des renseignements sur la structure du marché canadien du PCAA, en expliquant notamment son évolution depuis la crise financière mondiale. Le PCAA est un type de papier commercial garanti par des sûretés particulières ou par des portefeuilles de sûretés variées, provenant d'un seul ou de plusieurs vendeurs. Bien que le PCAA canadien existe depuis plusieurs décennies, le type de PCAA émis au Canada a considérablement changé depuis la crise financière mondiale, la réglementation et les exigences de transparence ayant été renforcées.

Ce document commence par expliquer brièvement pourquoi certains investisseurs canadiens décident d'investir dans le PCAA. Il donne ensuite un aperçu de la taille et de la composition du marché actuel du PCAA, ainsi que de la façon dont il est structuré et réglementé, et dont les titres y sont négociés.

Ce document ne constitue pas et n'est pas destiné à offrir des conseils juridiques ou de placement. Il est fourni à titre d'information générale uniquement.

---

<sup>1</sup> Le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires souhaite remercier les personnes suivantes pour leur contribution à ce document explicatif : Cathy Cheng et Andrew Sadurski (AIMCo); King Lam, Andrew Maciel et Julia Moynihan (CIBC); Sarah Bialas, Shubhreen Dosanjh, Tim O'Neil, Clara Vargas et Jiani Xi (Morningstar DBRS); Susan Calder (RBC Marchés des Capitaux); Bill Girard (Gestion d'actifs 1832); Dave Bellemare (Desjardins) et Ganesh Kannan (BNC).

<sup>2</sup> Le 16 mai 2022, l'administrateur réglementé du Canadian Dollar Offered Rate (le taux CDOR), Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited, a [annoncé](#) qu'il cesserait de publier ce taux après le 28 juin 2024.

<sup>3</sup> Bien que le modèle de financement par voie d'AB ait été utilisé dans le monde entier, le Canada est le seul grand pays à avoir conservé ce type de structure de prêt.

## 2. Pourquoi les participants au marché investissent-ils dans le PCAA?

En général, la titrisation permet aux banques de convertir des actifs à moyen ou à long terme (les leurs ou ceux de leurs clients) qui sont illiquides et non négociables en titres d'emprunt à court terme notés et offrant une meilleure liquidité. Les actifs à court terme constituent ainsi une source de financement pour les actifs à plus long terme. Dans cet esprit, les véhicules d'émission de PCAA (également appelés « conduits » ou « structures d'émission ») sont utilisés pour titriser et donc financer des actifs tels que les prêts automobiles, les créances de crédit-bail, les prêts hypothécaires résidentiels, les prêts commerciaux et les créances sur cartes de crédit. Le PCAA ainsi émis devient un autre type de produit du marché monétaire pour les investisseurs.

Pour les investisseurs<sup>4</sup>, le PCAA présente plusieurs avantages importants :

- **Rendement** – Le PCAA offre généralement un taux de rendement concurrentiel par rapport aux acceptations bancaires et au papier commercial de sociétés non garantis.
- **Accès à des catégories d'actifs qui seraient autrement hors de portée** – Le PCAA permet aux investisseurs d'investir dans des actifs auxquels nombre d'entre eux n'auraient autrement pas accès, comme les prêts automobiles, les prêts hypothécaires résidentiels et les créances sur cartes de crédit. Cette caractéristique est particulièrement utile lorsque les investisseurs sont soumis à des contraintes qui les empêchent d'effectuer des placements dans certains types d'actifs.
- **Diversification du portefeuille** – Le PCAA peut permettre une meilleure diversification des risques pour les investisseurs grâce à une large gamme de programmes de papier commercial titrisé qui présentent une corrélation de risque plus faible avec d'autres types d'investissement, comme les titres de sociétés et les obligations émises par des organismes fédéraux.
- **Diversification des actifs sous-jacents** – De nombreux investisseurs cherchent à investir dans du PCAA qui est lui-même diversifié, en particulier par le biais de programmes multicédants<sup>5</sup>. Cette diversification passe par deux aspects : 1) le PCAA est adossé à une large gamme d'actifs sous-jacents (p. ex., prêts hypothécaires, prêts automobiles et créances clients) qui sont eux aussi diversifiés (p. ex., des prêts automobiles couvrant une variété de marques et de modèles dans un grand nombre de régions et à travers un large éventail d'emprunteurs), et 2) les initiateurs de ces actifs sont diversifiés. Inclure le PCAA dans les portefeuilles de placements pourrait permettre aux investisseurs à court terme de mieux adhérer aux mandats de diversification, et ainsi d'équilibrer leurs stratégies de placement tout en réduisant leur exposition au risque.
- **Meilleur profil de risque** – Lorsque le PCAA arrive à échéance, les investisseurs sont remboursés directement par les flux de trésorerie générés par le portefeuille d'actifs sous-jacents ou, si le PCAA n'est pas entièrement renouvelé, par un tirage sur les facilités de liquidité fournies par le

---

<sup>4</sup> Pour les sociétés et les banques, la titrisation des actifs par la voie du PCAA a pour principal avantage de permettre d'utiliser les actifs inscrits au bilan de manière plus efficiente tout en améliorant la diversité des sources de financement. Les banques peuvent également continuer à assurer le service des actifs sous-jacents, ce qui constitue une source de revenus supplémentaire.

<sup>5</sup> La plupart des programmes canadiens d'émission de PCAA bancaire sont des programmes multiactifs et multicédants, qui comprennent des actifs provenant de divers vendeurs. À l'inverse, un programme monocédant ne comprendrait que des actifs provenant d'une seule entité, généralement le promoteur bancaire. Au Canada, la plupart des véhicules d'émission de PCAA multicédants ne comprennent que des actifs de tiers.

promoteur bancaire du PCAA. La réglementation relative aux fonds propres et à la liquidité de ces facilités est devenue beaucoup plus rigoureuse depuis la crise financière mondiale<sup>6</sup>.

- **Rehaussements de crédit** – Chaque opération dans un véhicule d'émission de PCAA est structurée de manière à inclure des rehaussements de crédit qui contribuent à améliorer la notation de crédit du PCAA canadien (section 4.2). Les vendeurs des actifs sous-jacents fournissent une protection de premières pertes pour faire cadrer leurs intérêts avec ceux des investisseurs. Lorsque cette protection est jugée insuffisante, il peut être demandé au vendeur de fournir un rehaussement de crédit supplémentaire, par exemple par le biais d'un surnantissement. En outre, le promoteur bancaire peut décider de fournir un rehaussement de crédit supplémentaire à un programme ou à un véhicule d'émission.
- **Transparence** – Au Canada, la plupart des émetteurs (également appelés « conduits ») de PCAA se prévalent de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme (la « dispense de prospectus pour PCAA ») prévue à l'article 2.35.1 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le « Règlement 45-106 »), une règle adoptée par les autorités en valeurs mobilières<sup>7</sup>. La dispense de prospectus pour PCAA a été conçue pour régler certains problèmes survenus durant la crise financière mondiale. Les véhicules d'émission de PCAA qui se prévalent de cette dispense doivent se conformer à des obligations d'information initiale, continue et occasionnelle, dont la production de notices d'information et de rapports d'information mensuels. Outre les rapports des promoteurs bancaires à l'intention des investisseurs, les agences DBRS et Moody's publient des rapports sur les opérations et les résultats des véhicules d'émission de PCAA qu'elles notent.
- **Garantie** – Le PCAA peut être donné en garantie, sous certaines conditions, dans le cadre des programmes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada, notamment le mécanisme permanent d'octroi de liquidités, le mécanisme permanent d'octroi de liquidités à plus d'un jour et l'aide d'urgence<sup>8</sup>.

Malgré ces avantages, ce que les investisseurs associent sans doute le plus au PCAA, c'est ce qui est arrivé durant la crise financière de 2007-2009. Il est toutefois important de noter que le PCAA canadien a considérablement changé depuis cet événement. Il est mieux réglementé aujourd'hui (pour les véhicules d'émission qui se prévalent de la dispense de prospectus pour PCAA ou pour les opérations qui respectent

---

<sup>6</sup> Pour en savoir plus sur la réglementation relative à la liquidité et aux fonds propres des promoteurs bancaires, consulter la section 4.4.

<sup>7</sup> La dispense de prospectus pour PCAA est traitée à la section 4.4 du présent document.

<sup>8</sup> Dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada, seul le PCAA libellé en dollars canadiens qui satisfait aux critères d'admissibilité de la Banque peut être donné en garantie par les investisseurs institutionnels admissibles, sous réserve des conditions fixées par la Banque. Le PCAA donné en garantie est soumis à des limites de concentration. De plus, les investisseurs institutionnels ne sont pas autorisés à donner en garantie du PCAA dont ils sont les initiateurs, promoteurs ou agents financiers. Pour en savoir plus, consulter la page [Actifs acceptés en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada](#). Tout titre négociable admissible aux termes du mécanisme permanent d'octroi de liquidités sera également admissible aux termes du [mécanisme permanent d'octroi de liquidités à plus d'un jour](#) et de l'[aide d'urgence](#). Le PCAA a aussi été ajouté à la liste des garanties admissibles dans le cadre du [mécanisme élargi de prise en pension à plus d'un jour](#) de la Banque du Canada le 18 mars 2020, afin de favoriser le bon fonctionnement des marchés financiers durant la période de tensions causées par la pandémie de COVID-19. La Banque a [mis fin](#) à ce programme exceptionnel le 15 octobre 2020, les conditions sur les marchés financiers s'étant nettement améliorées.

la norme STC<sup>9</sup> du BSIF). Il bénéficie d'une plus grande liquidité, est plus transparent, fait l'objet d'une double notation et est adossé exclusivement à des actifs traditionnels (pas d'opérations synthétiques). En outre, le produit titrisé qui a été le plus durement touché par la crise, le PCAA non bancaire, n'existe plus (encadré).

---

### Encadré – Le PCAA canadien et la crise financière mondiale

Pour vraiment comprendre le marché actuel du PCAA au Canada, il faut examiner la façon dont il a été restructuré et renforcé à la suite de la crise financière mondiale.

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, le marché du PCAA canadien s'était fortement développé. Au départ, il était dominé par les grandes banques canadiennes, qui recherchaient les avantages économiques<sup>10</sup> associés à la titrisation. Mais vers le milieu des années 2000, un large éventail de nouveaux participants au marché avaient créé des véhicules d'émission de PCAA canadien. Il s'agissait à la fois de petites banques réglementées et d'entités financières non réglementées, dont la plus importante était Coventree Capital Group Inc.

La demande de PCAA ayant fini par dépasser la quantité d'actifs canadiens traditionnels disponibles aux fins de titrisation, certains administrateurs non bancaires ont commencé à adosser le PCAA à des actifs non traditionnels tels que des produits dérivés, notamment des swaps sur défaillance exposés au marché américain des prêts hypothécaires à risque. Quand un véhicule d'émission de PCAA acquiert des expositions synthétiques avec des produits dérivés, on parle parfois de « PCAA synthétique ».

Lorsque le marché américain des prêts hypothécaires à risque a commencé à s'effondrer, Coventree Capital Group Inc. a reconnu que ses véhicules d'émission de PCAA étaient exposés à des actifs américains à risque. À l'époque, il y avait un manque de transparence concernant les avoirs des véhicules d'émission, et les détenteurs de PCAA ne savaient pas exactement quels autres véhicules d'émission pouvaient être touchés. La confiance des investisseurs dans le PCAA non bancaire canadien s'est donc détériorée et ils ont cessé d'acheter ce produit. La demande de PCAA bancaire a également été perturbée.

L'échéance des actifs des véhicules d'émission est supérieure (plus de 1 an) à celle du PCAA qui sert à les financer (moins de 1 an). Par conséquent, lorsque le PCAA est arrivé à échéance et que les investisseurs ne l'ont pas renouvelé, les véhicules d'émission de PCAA non bancaire se sont retrouvés dans l'incapacité de financer leurs actifs, que ce soit en tirant sur les facilités de liquidité pour rembourser le PCAA arrivant à échéance, ou en prorogeant l'échéance du PCAA en question<sup>11,12</sup>.

---

<sup>9</sup> Pour en savoir plus, consulter la section 6.10 des normes de fonds propres du BSIF, intitulée [Titrisations simples, transparentes et comparables \(STC\)](#).

<sup>10</sup> Par exemple, libérer des fonds propres pour des activités à plus forte marge, diversifier les expositions de bilan et générer de nouvelles commissions grâce à la titrisation d'actifs de tiers.

<sup>11</sup> Cela se faisait par l'intermédiaire d'une forme de PCAA appelée « papier commercial à échéance prorogeable », qui n'était pas assortie d'une garantie de liquidité.

<sup>12</sup> De plus, les révisions à la baisse des notations des expositions aux swaps sur défaillance sous-jacents dans certaines des opérations synthétiques ont obligé les véhicules d'émission de PCAA à fournir des garanties supplémentaires, ce qu'ils ont tenté de faire en émettant d'autre PCAA pour les investisseurs. Cependant, les investisseurs n'ont pas voulu acheter le PCAA supplémentaire, et les véhicules d'émission ont alors commencé à faire défaut sur les contrats de swap sur défaillance.

À l'époque, il n'était possible d'utiliser les facilités de liquidité mises en place pour soutenir les programmes de PCAA qu'en cas de perturbation générale du marché. Le PCAA bancaire a été moins touché que le PCAA non bancaire par la perte de confiance des investisseurs, et les banques ont pu continuer à émettre du PCAA pour ces derniers. Ainsi, certaines institutions qui s'étaient portées garantes de la liquidité des véhicules d'émission de PCAA non bancaire ont considéré que la crise était une perturbation liée aux émetteurs plutôt qu'une perturbation générale du marché. Elles n'ont donc pas fourni les liquidités de dernier ressort demandées par les émetteurs de PCAA non bancaire pour leur permettre de rembourser le PCAA arrivant à échéance ou de financer l'émission de PCAA supplémentaire afin de répondre aux exigences en matière de garantie. Cette situation s'est traduite par un gel du marché du PCAA non bancaire au Canada.

Pour résoudre le problème, les gros investisseurs et les émetteurs non bancaires ont convenu, dans l'accord de Montréal, d'un moratoire de plusieurs mois sur le PCAA non bancaire, le temps de le restructurer et de le liquider partiellement. Dans le cadre de cette restructuration, les émetteurs non bancaires ont été forcés de réinscrire ces titres à leurs bilans. Le PCAA non bancaire a finalement été restructuré au moyen d'une procédure déposée sous le régime de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* et n'est désormais plus émis au Canada<sup>13</sup>.

Le segment bancaire du marché du PCAA a été moins touché, mais il a tout de même connu une baisse temporaire de la demande pendant la crise. Les promoteurs bancaires se sont employés à restructurer le produit afin d'améliorer la transparence et les déclarations aux investisseurs (par exemple, en ajoutant une deuxième agence de notation et en ajustant les facilités de garantie de liquidité pour parer plus facilement aux besoins des véhicules d'émission, qu'ils soient dus à l'illiquidité du marché ou à des actifs non productifs). Grâce à ces efforts, la demande s'est rétablie sur le marché du PCAA bancaire, qui a continué à fonctionner normalement jusqu'à la fin de la crise financière.

Le marché du PCAA au Canada est demeuré relativement petit depuis la crise financière en raison de l'évolution des stratégies de titrisation des banques, notamment vers une approche davantage fondée sur les relations. De plus, des facteurs comme le nombre réduit d'émetteurs et la perte d'intérêt des investisseurs à l'égard de ces produits – en particulier de la part des investisseurs qui ont été négativement touchés par la détention de PCAA non bancaire – ont contribué à cette évolution, même si les véhicules d'émission bancaires ont affiché de bons résultats pendant la crise financière mondiale. Depuis la crise, seuls les programmes bancaires détenant principalement des actifs traditionnels (dont des prêts automobiles, des prêts hypothécaires résidentiels, des lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier, des prêts à la consommation, des créances sur cartes de crédit et des contrats de location d'équipement) ont émis du PCAA au Canada.

Au cours des années qui ont suivi la crise, le marché canadien du PCAA a été renforcé (tableau 1). De nouveaux règlements ont été adoptés pour améliorer le traitement réglementaire et la transparence du PCAA canadien (pour les programmes qui respectent la norme STC et les véhicules d'émission qui se prévalent de la dispense de prospectus pour PCAA, respectivement). De plus, selon les discussions avec les administrateurs du PCAA canadien, il est pratique courante au Canada que les émetteurs de PCAA répondent à la fois aux normes réglementaires canadiennes et américaines. Le nombre de promoteurs a

---

<sup>13</sup> Pour en savoir plus, voir Banque de développement du Canada (2020), « [Performance of traditional securitization transactions in Canada during and after the 2007-08 financial crisis](#) ».

diminué, puisqu'ils sont maintenant limités aux banques réglementées. Bien que la taille du marché canadien du PCAA ait augmenté ces dernières années, elle reste nettement inférieure à ce qu'elle était avant la crise financière.

**Tableau 1 – Le PCAA canadien avant et après la crise financière mondiale**

Avant la crise	Avant la crise	Après la crise <sup>14</sup>
<b>Administrateurs du PCAA</b>	Banques réglementées et entités financières non réglementées	▶ Banques réglementées
<b>Fournisseurs de liquidités</b>	Les banques canadiennes fournissaient une garantie de liquidité à leurs propres véhicules d'émission de PCAA. Les banques canadiennes et étrangères fournissaient une garantie de liquidité aux véhicules d'émission de PCAA des entités financières non réglementées.	▶ Les banques canadiennes fournissent une garantie de liquidité à leurs propres véhicules d'émission de PCAA <sup>15</sup> . Pour les véhicules qui se prévalent de la dispense de prospectus pour PCAA, les règlements prévoient des exigences minimales pour les fournisseurs de liquidités.
<b>Type d'octroi ou de garantie de liquidité</b>	Les liquidités n'étaient fournies qu'en cas de « perturbation générale du marché » (c'est-à-dire lorsque l'ensemble du marché canadien du PCAA était perturbé et que les émetteurs canadiens ne pouvaient pas émettre du nouveau PCAA) <sup>16</sup> .	▶ Norme GLS ( <i>Global Liquidity Standard</i> ) : liquidités fournies pour toute raison autre que la faillite de la fiduciaire ou une couverture insuffisante des actifs ou Soutien complet : liquidités fournies pour toute raison autre que le risque de crédit du fournisseur de liquidités
<b>Agences de notation</b>	Les véhicules d'émission de PCAA canadien étaient uniquement notés par DBRS.	▶ Les véhicules d'émission de PCAA canadien doivent être notés par au moins deux agences.
<b>Rehaussement de crédit à l'échelle du programme</b>	Non exigé par DBRS	▶ Non exigé par Moody's et DBRS
<b>Normes de déclaration</b>	Aucune	▶ Pour les véhicules d'émission qui se prévalent de la dispense de prospectus pour PCAA, il existe des formulaires standard de déclaration pour le PCAA canadien <sup>17</sup> .

<sup>14</sup> Cette colonne concerne les véhicules d'émission qui se prévalent de la dispense de prospectus pour PCAA.

<sup>15</sup> À l'exception de la garantie de liquidité pour le PCAA de série 1997-1 émis par Glacier Credit Card Trust, qui est fournie par d'autres banques canadiennes.

<sup>16</sup> Certaines banques fournissaient toutefois des liquidités selon la formule GLS avant la crise financière mondiale.

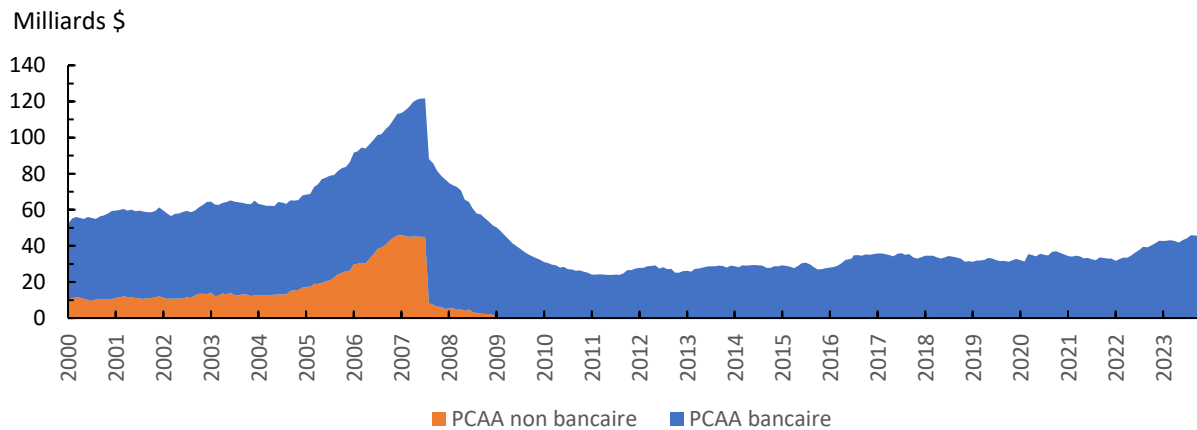
<sup>17</sup> Les programmes de PCAA admissibles au mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada sont soumis aux exigences de transparence de la Banque. Plus en savoir plus, consulter la page [Actifs acceptés en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada](#).



### 3. Le marché canadien du PCAA

Le marché mondial du PCAA est fortement concentré aux États-Unis, où la taille du marché est d'environ 352 milliards de dollars américains (en mai 2024). La taille du marché canadien se chiffrait quant à elle à quelque 47 milliards de dollars canadiens à la fin de janvier 2024 (figure 1). Le PCAA constitue le deuxième segment des instruments du marché monétaire canadien émis par le secteur privé (derrière les AB), sa part s'établissant à un peu plus de 10 % de l'ensemble du marché monétaire intérieur. Avec la disparition des AB, le PCAA deviendra probablement le plus gros segment.

**Figure 1 – Évolution du marché canadien du PCAA**



Source : DBRS

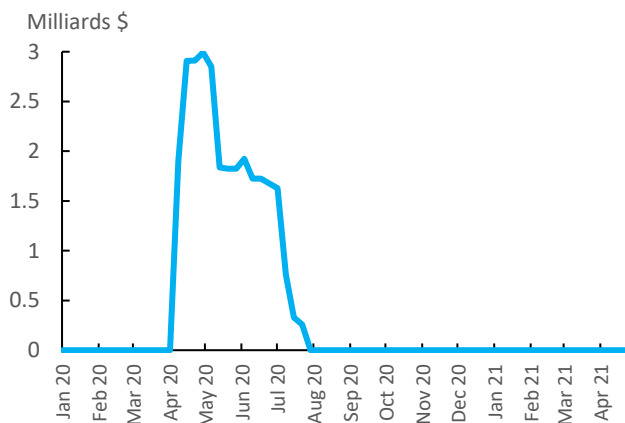
Dernière observation : 31 décembre 2023

La taille du marché canadien du PCAA s'est située entre 33 et 46 milliards de dollars au cours des cinq dernières années. À l'instar de nombreuses catégories d'actifs, le PCAA canadien a été touché par l'épisode de turbulences sur les marchés durant la propagation de la COVID-19 au début de l'année 2020. Au début de la crise, on a assisté à une ruée vers les liquidités sans précédent. En effet, ménages, entreprises et investisseurs ont non seulement vendu des actifs financiers, mais aussi utilisé au maximum leurs lignes de crédit confirmées, de peur de les perdre plus tard. De nombreux investisseurs, conscients de l'incertitude qui régnait sur les marchés, ont choisi de ne pas renouveler leur PCAA afin de préserver leurs liquidités, ce qui a entraîné une baisse de la demande. Pour répondre aux préoccupations concernant la liquidité du marché, la Banque du Canada a lancé dix programmes exceptionnels<sup>18</sup> visant à soutenir le système financier canadien. Le PCAA a été inclus dans l'un de ces programmes, soit le

<sup>18</sup> Les 10 programmes exceptionnels étaient les suivants : 1) facilité d'achat d'acceptations bancaires (FAAB); 2) achats additionnels de bons du Trésor du gouvernement du Canada; 3) Programme d'achat de titres provinciaux sur les marchés monétaires (PAPM); 4) Programme d'achat de papier commercial (PAPC); 5) Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC); 6) Programme d'achat d'Obligations hypothécaires du Canada (PAOHC); 7) Programme d'achat d'obligations provinciales (PAOP); 8) Programme d'achat d'obligations de sociétés (PAOS); 9) mécanisme élargi de prise en pension à plus d'un jour (MEPPJ); 10) mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour (MCPPJ).

Programme d'achat de papier commercial (PAPC)<sup>19</sup>, qui avait pour objectif d'alimenter les flux de crédit à l'économie en atténuant les tensions sur les marchés canadiens du papier commercial. Lors de son lancement en avril 2020, le PAPC a connu une certaine activité, qui avait rapidement et considérablement diminué en août 2020, puisque les banques utilisaient surtout le programme pour tester sa fonctionnalité et non pour obtenir réellement du soutien. Cette activité était reflétée dans le bilan de la Banque du Canada, les avoirs en papier commercial ayant atteint un sommet de 3 milliards de dollars (dont 0,6 milliard de dollars de PCAA) le 29 avril 2020, avant de tomber à zéro le 29 juillet 2020 (figure 2).

**Figure 2 – Utilisation du Programme d'achat de papier commercial (PAPC)**



Nota : La Banque du Canada met fin au programme d'achat d'obligations de sociétés (PAOS) à compter du 2 avril 2021.  
Source : Actif et passif de la Banque du Canada  
Dernière observation : 28 avril 2021

Aujourd'hui, le marché canadien du PCAA est dominé par les grandes banques canadiennes. En effet, les promoteurs et agents financiers de 99 % du papier émis sont les six grandes banques (figure 3a)<sup>20</sup>. Ces véhicules bancaires émettent du PCAA adossé principalement à des actifs provenant d'institutions financières et non financières. Par conséquent, même si les promoteurs de la quasi-totalité du PCAA

<sup>19</sup> Dans le cadre de ce programme (auquel la Banque du Canada a depuis mis fin), les émetteurs admissibles étaient des émetteurs canadiens de papier commercial, notamment de PCAA. Le programme visait le papier commercial libellé en dollars canadiens à échéance maximale de trois mois et assorti d'une notation à court terme d'au moins R-1 (élevée/moyenne/faible), selon DBRS Morningstar. Le PAPC se distinguait par son mécanisme de prix dissuasifs, qui appliquait un écart de 130 à 160 points de base au-dessus du taux canadien à trois mois du swap indexé sur le taux à un jour. Plutôt que d'être plafonnée, la participation initiale était restreinte par les prix dissuasifs et les limites applicables aux émetteurs individuels. Toutefois, le temps que le PAPC soit pleinement opérationnel, les conditions du marché s'étaient considérablement améliorées, ce qui a entraîné une utilisation relativement faible du programme. Pour en savoir plus, consulter les [modalités du Programme d'achat de papier commercial](#).

<sup>20</sup> Données en date de juillet 2023. Source : DBRS.

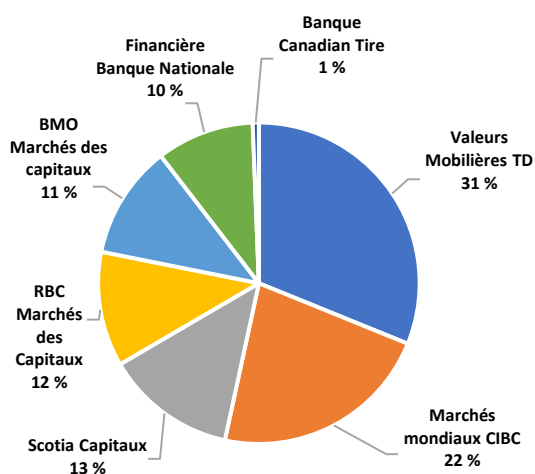


canadien sont des banques canadiennes, les actifs sur lesquels le PCAA est adossé proviennent d'un plus large éventail de sociétés.

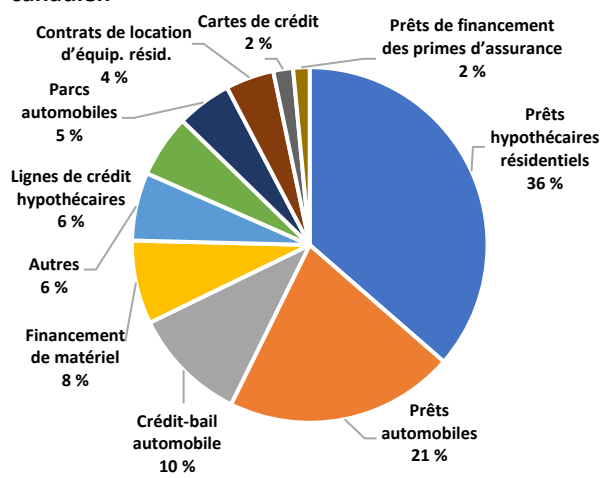
Près de 90 % du PCAA canadien (figure 3b) est adossé à des prêts garantis par un immeuble résidentiel (prêts hypothécaires résidentiels et prêts sur la valeur nette de propriétés; 41,1 %) ou à des prêts liés à l'automobile (y compris des prêts, du crédit-bail, des locations et des parcs automobiles; 47,3 %).

Les plus gros investisseurs dans le PCAA canadien semblent être les gestionnaires d'actifs, les caisses de retraite, les sociétés d'assurance et les fonds de couverture (figure 4).

**Figure 3a – PCAA canadien par émetteur**



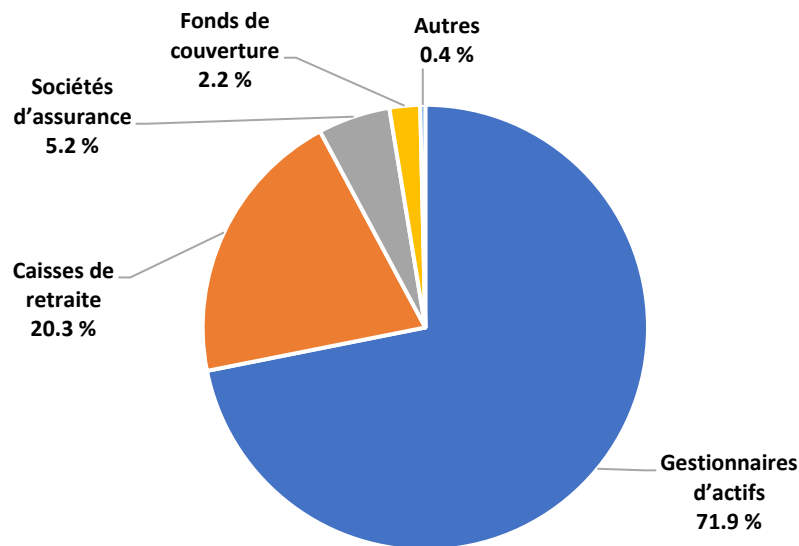
**Figure 3b – Composition des actifs sous-jacents du PCAA canadien**



Source : DBRS

Dernière observation : janvier 2024

**Figure 4 – Achats nets de PCAA par les courtiers en 2023**



Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

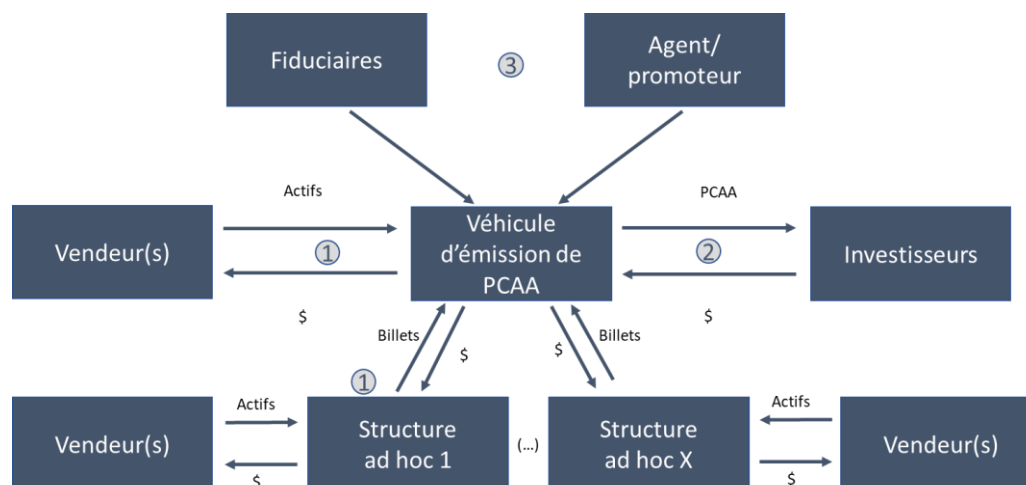
Dernière observation : 1<sup>er</sup> janvier 2024

#### 4. Principales caractéristiques du PCAA

Le PCAA est un instrument de titrisation à court terme dont l'échéance est inférieure à un an, et qui est adossé à des actifs à plus long terme. Dans le cadre d'une titrisation classique, le promoteur bancaire crée un véhicule d'émission de PCAA – une structure ad hoc à l'abri de la faillite – pour lequel il jouera le rôle d'agent financier et de fournisseur de liquidités<sup>21</sup>. Le véhicule d'émission de PCAA, comme toutes les structures ad hoc à l'abri de la faillite, est utilisé pour séparer les actifs titrisés des vendeurs, du promoteur bancaire et de leurs créanciers respectifs. Au sein du véhicule d'émission de PCAA, il y a plusieurs prêts ou billets adossés à des actifs qui ont été vendus au véhicule d'émission soit par un vendeur directement, soit par une structure ad hoc établie par un vendeur. Les actifs sous-jacents garantissant chacune des opérations dans le véhicule d'émission de PCAA sont à l'abri de la faillite de l'initiateur ou du vendeur de l'actif.

Le véhicule d'émission de PCAA émet du papier commercial adossé aux actifs, prêts et billets, qu'il subdivise en tranches. Il hiérarchise ensuite ces tranches en assignant à chacune un rang de priorité différent. Une fois le PCAA acheté par les investisseurs, l'argent de la vente sert à payer le vendeur ou la structure ad hoc pour les actifs titrisés, et est souvent utilisé pour octroyer d'autres prêts ou financer le fonds de roulement.

Figure 5 – Diagramme stylisé du PCAA



Au Canada, le PCAA est habituellement structuré comme suit :

1. Un ou plusieurs vendeurs fournissent des actifs au véhicule d'émission de PCAA, soit directement, soit par l'intermédiaire de structures ad hoc. Dans ce dernier cas, les actifs sont regroupés dans la structure ad hoc, qui fournit ensuite un billet ou un prêt au véhicule d'émission de PCAA.

<sup>21</sup> À l'exception de Glacier Credit Card Trust.

2. Le véhicule d'émission de PCAA émet du papier commercial (garanti<sup>22</sup> par les actifs reçus des vendeurs ou par les prêts et billets des structures ad hoc intermédiaires) à l'intention des investisseurs. Le produit de l'émission de PCAA est remis au vendeur ou à la structure ad hoc. Il convient de noter que le produit de l'émission de PCAA peut ne pas correspondre à la valeur totale des actifs car, dans de nombreuses opérations, le véhicule d'émission de PCAA peut constituer une réserve de liquidités ou procéder à un surnantissement. D'autres formes de rehaussement de crédit sont également possibles (section 4.2).
3. Les fiduciaires du véhicule d'émission supervisent ses opérations. Nommé par les fiduciaires, l'agent ou le promoteur gère les opérations quotidiennes du véhicule d'émission et fournit divers services financiers, comme la déclaration des activités du véhicule d'émission, la fonction de contrepartie de swap, l'embauche d'un courtier pour placer le PCAA et l'octroi de liquidités. Au Canada, depuis la crise financière mondiale, cette entité est une banque réglementée.

Les portefeuilles d'actifs sous-jacents à chaque opération au sein des véhicules d'émission de PCAA sont séparés les uns des autres et bénéficient d'un rehaussement de crédit propre à chaque opération. Pour noter les billets de PCAA, les agences de notation évaluent généralement la qualité du crédit du véhicule d'émission pour chaque opération, ainsi que la forme du crédit et la solidité financière du fournisseur de liquidités. Le promoteur du véhicule d'émission de PCAA peut fournir un rehaussement de crédit supplémentaire (un « rehaussement de crédit à l'échelle du programme ») afin de soutenir le véhicule d'émission ou de soutenir certaines opérations pour s'assurer que le véhicule d'émission dans son ensemble atteigne la notation de crédit souhaitée. Le rehaussement de crédit propre à une opération permet au vendeur d'absorber les premières pertes, mais toute perte additionnelle sera absorbée par le promoteur du véhicule d'émission par le biais du rehaussement de crédit à l'échelle du programme. En plus des rehaussements de crédit propres à chaque opération, les promoteurs des véhicules d'émission fournissent également des facilités de liquidité au cas où ils ne parviendraient pas à trouver des investisseurs pour acheter le PCAA nouvellement émis. Bien qu'elles ne soient pas conçues explicitement pour absorber le risque de défaillance comme le sont les facilités avec soutien complet (section 4.2), ces facilités de liquidité peuvent être utilisées dans l'éventualité où le véhicule d'émission serait exposé à des manques de liquidités, notamment en raison de l'arrivée à échéance du PCAA.

#### 4.1 Complexité du PCAA par rapport aux AB ou aux BDP

La structure de titrisation du PCAA peut paraître intimidante, mais il est intéressant de comparer la complexité de ce produit à celle d'autres instruments bien connus du marché monétaire canadien, comme les acceptations bancaires (AB) et les billets de dépôt au porteur (BDP).

D'un côté, les AB et les BDP sont des instruments simples : ce sont des titres à court terme non garantis dont la valeur dépend de la qualité du crédit de l'émetteur. Ceux qui investissent dans ces instruments ne reçoivent habituellement pas de diagrammes complexes illustrant la structure des flux de trésorerie d'une banque.

---

<sup>22</sup> Pour « garantir » le papier commercial, les droits légaux sur les flux de trésorerie générés par les actifs sous-jacents sont transférés à la structure ad hoc, hors de portée des créanciers du vendeur. Les investisseurs sont ainsi protégés en fonction du rang de priorité de leurs intérêts.

D'un autre côté, cependant, le profil de crédit sous-jacent des BDP et des AB peut être considéré comme plus complexe que celui du PCAA<sup>23</sup>. Comme c'est actuellement le cas pour le PCAA, les BDP et les AB ne sont émis que par les six grandes banques réglementées au Canada. Ils constituent une partie de la structure de financement d'une banque (c'est-à-dire une créance sur les flux de trésorerie de la banque et, en cas de faillite, une créance résiduelle sur ses actifs). Les flux de trésorerie d'une banque sont bien plus complexes que ceux qui sous-tendent le PCAA, puisqu'ils représentent un ensemble plus large d'activités, dont des produits dérivés et du financement structuré. Un diagramme des flux de trésorerie au sein d'une banque serait beaucoup plus compliqué que le diagramme du PCAA (sauf si le PCAA bénéficie d'un soutien de liquidité complet, auquel cas il représente également une créance résiduelle sur les actifs de la banque).

Bien entendu, complexité et simplicité ne sont pas synonymes de qualité. Les investisseurs doivent examiner attentivement toutes les caractéristiques et les expositions sous-jacentes d'un investissement potentiel.

#### 4.2 Rehaussement de crédit pour le PCAA

Les promoteurs de PCAA s'efforcent de rendre leur produit attrayant pour les investisseurs en maintenant une qualité ou une notation de crédit particulière. Pour ce faire, ils veillent à ce que seuls des actifs de haute qualité provenant de banques clientes de longue date soient ajoutés au véhicule d'émission et ils établissent des exigences en matière de rehaussement de crédit qui reflètent la qualité du crédit des actifs sous-jacents (ou retirent volontairement du véhicule les actifs dont la qualité est fortement dégradée). Pour les véhicules bénéficiant de la dispense de prospectus pour PCAA, chacune des opérations est ensuite examinée par deux agences de notation différentes<sup>24</sup>.

Outre la sélection rigoureuse des vendeurs et des portefeuilles d'actifs, chaque opération dans un véhicule d'émission de PCAA est structurée avec un rehaussement de crédit, qui peut comprendre toute combinaison des éléments suivants :

- **Marge excédentaire** – Il s'agit de la différence entre le rendement des actifs sous-jacents détenus par le véhicule d'émission et l'ensemble des charges et intérêts dus au titre de l'opération. La marge excédentaire peut varier selon le type de produit : elle peut être aussi basse que 2 % pour des actifs comme les prêts automobiles, et aussi haute que près de 20 % pour les créances sur cartes de crédit. Les montants perçus sont disponibles pour fournir une protection en cas d'insuffisance des paiements mensuels dans une opération, et ils peuvent être retournés au vendeur ou utilisés pour rembourser la dette.
- **Surnantissement** – Représente une réserve négociée d'actifs dont la valeur dépasse l'encours du PCAA, que le vendeur doit transférer lors de la titrisation. En cas de défaillance dans le portefeuille d'actifs, le principe est que les recouvrements globaux, y compris ceux provenant du surnantissement, seront suffisants pour absorber les pertes. Essentiellement, c'est un mécanisme qui fait que le vendeur assume les premières pertes. Le véhicule d'émission a des droits sur les

---

<sup>23</sup> Cela ne veut pas dire que la dette bancaire est plus ou moins risquée que le PCAA. Les banques, comme le PCAA, sont réglementées afin d'atténuer les risques découlant de leur complexité. Les investisseurs doivent tenir compte de tous les facteurs pertinents, y compris la complexité et le degré de réglementation, lorsqu'ils décident d'investir dans un actif particulier.

<sup>24</sup> Sauf si une facilité de liquidité avec soutien complet est fournie et que la notation de crédit du promoteur bancaire est égale à la notation désirée du PCAA.

recouvrements de toutes les créances, y compris le surnantissement, pour aider à payer le capital et les intérêts aux investisseurs, ainsi que les charges liées au programme. Le pourcentage de surnantissement est basé sur les types d'actifs qui sont titrisés et leur rendement historique<sup>25</sup>.

- **Compte de réserves en espèces ou lettre de crédit** – Il s'agit d'une réserve en espèces supplémentaire ou d'une lettre de crédit que le vendeur de l'actif maintient pour payer les insuffisances d'intérêts ou de capital qui peuvent survenir de temps à autre. Le montant de la réserve ou de la lettre de crédit dépend de la qualité des actifs et de leur type.

En supplément de ces caractéristiques générales de rehaussement de crédit, les promoteurs bancaires peuvent choisir de fournir des rehaussements de crédit supplémentaires, propres au programme ou à l'échelle du programme, pour absorber les pertes qui dépassent celles prises en charge par le vendeur (via les rehaussements décrits ci-dessus). Il est important de noter que, bien que le vendeur et le promoteur puissent offrir différentes couches de rehaussement de crédit, il peut arriver que les pertes dépassent le total des rehaussements de crédit. Le véhicule d'émission serait alors exposé à des manques de liquidités, ce qui l'empêcherait de rembourser les investisseurs.

Pour protéger les véhicules d'émission de PCAA contre les risques de liquidité, les promoteurs bancaires au Canada leur fournissent des facilités de liquidité. Le PCAA est un instrument à court terme (jusqu'à 364 jours) adossé à des actifs à plus long terme (habituellement des prêts d'une durée de plus d'un an). La plupart du temps, lorsque le PCAA arrive à échéance, les promoteurs en émettent du nouveau pour les investisseurs et utilisent le produit pour rembourser le PCAA arrivant à échéance. De cette manière, le PCAA à court terme finance les actifs à plus long terme. Toutefois, s'il n'y a pas assez de PCAA arrivant à échéance qui est converti en nouveau PCAA à une date donnée, le véhicule d'émission pourrait ne pas être en mesure de rembourser les investisseurs. Dans ces opérations, les actifs du véhicule d'émission de PCAA ne peuvent généralement pas être vendus ou liquidés assez rapidement pour rembourser les investisseurs, sauf dans certaines circonstances limitées, de sorte que cette asymétrie entre l'actif et le passif pourrait entraîner un manque de liquidités<sup>26</sup>. Si le véhicule d'émission n'est pas en mesure de trouver des investisseurs pour acheter ce PCAA, il se retrouve en manque de liquidités.

Pour parer à cette éventualité, les promoteurs de PCAA proposent deux types de facilités de liquidité : Global Liquidity Standard (GLS) ou avec soutien complet.

- **Facilité GLS** – Le fournisseur de liquidités s'engage à financer les actifs de bonne qualité (pas en défaut) à hauteur d'au moins 102 % de la limite de chaque opération individuelle, ce qui couvre la valeur nominale plus les intérêts courus sur l'encours du PCAA. En règle générale, ces liquidités ne pourront pas servir pour des actifs en défaut (déduction faite des recouvrements présumés sur ces actifs)<sup>27</sup>. Le fournisseur de liquidités n'aura pas non plus d'obligation de financement si le véhicule d'émission est insolvable.
- **Facilité avec soutien complet** – Le fournisseur de liquidités s'engage explicitement à protéger entièrement les détenteurs du PCAA contre tout risque lié à l'opération sous-jacente ou en

---

<sup>25</sup> Par exemple, les prêts automobiles personnels de bonne qualité font généralement l'objet d'un rehaussement de crédit d'environ 5 %, et les crédits-bails automobiles de bonne qualité, d'environ 20 %.

<sup>26</sup> Une situation similaire se produit pour les opérations conclues qui sont financées dans les véhicules d'émission de PCAA. En cas de tirage, le véhicule émettrait du PCAA supplémentaire à l'intention des investisseurs afin de mobiliser des fonds pour financer ce tirage (achat des actifs supplémentaires).

<sup>27</sup> Chaque véhicule d'émission est différent, et certains pourraient couvrir une portion des actifs en défaut.

décaillant, y compris les actifs en défaut. Avec ce type de soutien, la notation de crédit du véhicule d'émission de PCAA sera fixée au minimum à celle du fournisseur de liquidités, mais pourrait être plus élevée si les notations implicites des opérations sous-jacentes dépassent celle de l'émetteur. Du point de vue de la réglementation des fonds propres et du levier financier, il n'y a aucune différence, pour les promoteurs bancaires d'un PCAA assorti d'un soutien de liquidité complet, entre placer un actif de titrisation donné dans leur propre bilan ou dans le véhicule d'émission (c'est-à-dire qu'elles doivent réserver la même quantité de fonds de propres et de levier financier).

Les deux types de facilités de liquidité permettraient de financer le remboursement de tout PCAA arrivant à échéance ou les achats d'actifs supplémentaires dans le cadre des opérations conclues.

Depuis la crise financière mondiale, les autorités de réglementation des valeurs mobilières ont amélioré leur cadre réglementaire pour le PCAA (dans le cas des véhicules d'émission qui se prévalent de la dispense de prospectus), notamment les exigences de transparence. Ces exigences comportent des normes d'information et de déclaration mensuelle conçues pour assurer une surveillance plus stricte et une communication plus claire des activités financières au sein du marché du PCAA au Canada.

#### 4.3 Négociation et établissement du prix du PCAA

Le PCAA canadien est principalement négocié sur un marché basé sur les relations. Les courtiers émettent du PCAA issu de leurs véhicules d'émission affiliés pour des clients investisseurs avec qui ils ont des relations bien établies, ce qui témoigne des coûts d'intégration de nouveaux clients et du désir de renouveler systématiquement le PCAA arrivant à échéance en de nouvelles expositions avec les mêmes investisseurs ou avec des investisseurs différents. (Ces deux considérations reflètent le besoin des clients investisseurs de garder leurs fonds continuellement investis, et le désir des banques d'éviter de fournir des liquidités pour soutenir les véhicules d'émission de PCAA dont elles sont promotrices.) Par conséquent, les banques disposent généralement d'un carnet de clients désireux d'investir dans du PCAA, dont la demande globale est supérieure à la quantité disponible à la vente. En même temps, les banques sont réticentes à acheter plus d'actifs pour leurs véhicules d'émission de PCAA, sauf quand elles sont raisonnablement certaines que la demande sera suffisante tout au long du cycle économique. Elles disent élargir activement leur clientèle d'investisseurs et s'efforcer d'attirer de nouveaux clients pour le PCAA, en particulier compte tenu de la disparition des AB.

Vu la nature relationnelle du produit et la fréquence avec laquelle il est renouvelé à l'échéance, le PCAA canadien n'est pas vendu sur un marché boursier. La plupart des nouveaux achats résultent de discussions entre des courtiers affiliés aux banques et leurs clients investisseurs. Les liquidités issues du PCAA arrivant à échéance et reconduites en une nouvelle exposition proviennent des courtiers qui contactent leurs clients investisseurs pour déterminer s'ils souhaitent maintenir leur exposition au PCAA ou, dans le cas contraire, si un autre investisseur veut augmenter son exposition.

Le PCAA est principalement négocié sur le marché primaire, la plupart des investisseurs qui cherchent à réduire leur exposition le faisant au moment du renouvellement (c'est-à-dire à l'arrivée à échéance), étant donné les échéances relativement courtes du PCAA. Néanmoins, le PCAA est coté sur certaines plateformes électroniques comme CanDeal, et les promoteurs agissent souvent comme teneurs de marché pour leur propre papier.

De tous les instruments du marché monétaire, c'est généralement le PCAA bancaire qui se négocie avec l'écart le plus important par rapport aux bons du Trésor (tableau 2). Cela peut paraître surprenant, puisque le PCAA est habituellement garanti par des actifs de haute qualité, qu'il reçoit les meilleures notations à court terme de la part des agences de notation et qu'il bénéficie d'un certain nombre de rehaussements de crédit ainsi que de facilités de liquidité (section 4.2), tandis que d'autres actifs comme le papier commercial ou les acceptations bancaires ne sont pas garantis et ne bénéficient pas de rehaussements de crédit équivalents. Cette situation reflète probablement la réticence persistante de certains investisseurs à acheter du PCAA, ainsi que la complexité perçue de ce produit.

Bien qu'il soit garanti par des actifs canadiens, les investisseurs peuvent généralement acheter du PCAA libellé en dollars canadiens ou américains (le promoteur du programme fournissant une exposition à la devise échangée).

**Tableau 2 – Caractéristiques des instruments du marché monétaire canadien**

	PCAA	Papier commercial	Acceptations bancaires	Billets de dépôt au porteur	Bons du Trésor
<b>Temps de règlement</b>	T+0 <sup>28</sup>	T+0	T+0	T+0	T+0
<b>Émetteur(s)</b>	Véhicules d'émission bancaires	Sociétés canadiennes, y compris des banques	Banques canadiennes	Banques canadiennes	Gouvernement du Canada
<b>Garanti</b>	Oui	Non	Non	Non	Non
<b>Exposition diversifiée</b>	Oui	Non	Non	Non	Non
<b>Sans risque</b>	Non	Non	Non	Non	Oui
<b>Devise</b>	CAD, USD	CAD	CAD	CAD	CAD

#### 4.4 Réglementation du PCAA

##### 4.4.1 Législation sur les valeurs mobilières

En vertu de la législation sur les valeurs mobilières en vigueur au Canada, un émetteur qui souhaite émettre des titres à l'intention d'investisseurs doit déposer un prospectus auprès des autorités de réglementation ou se prévaloir d'une dispense de cette exigence.

Au Canada, la plupart des émetteurs (également appelés « conduits ») de PCAA se prévalent de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme (la « dispense de prospectus pour PCAA ») prévue à l'article 2.35.1 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le « Règlement 45-106 »), sous réserve des articles 2.35.2 à 2.35.4<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Le PCAA peut être émis à escompte ou porter intérêt, à un taux fixe ou variable. Le PCAA à taux variable peut être assujéti à un temps de règlement plus long.

<sup>29</sup> Pour en savoir plus, consulter la page suivante : [Unofficial Consolidation: National Instrument 45-106 - Prospectus Exemptions \(osc.ca\)](https://www.osc.ca/fr/actualites/2014/05/20140514-ni45-106-prospectus-exemptions).



Pour pouvoir bénéficier de la dispense, l'émetteur doit remplir les conditions applicables<sup>30</sup>, dont les suivantes :

- le véhicule doit avoir une convention de liquidité de type « GLS » ou « soutien complet » avec une ou plusieurs institutions de dépôt sous réglementation fédérale ou provinciale;
- il ne doit y avoir aucun actif synthétique dans le portefeuille d'actifs du véhicule d'émission (la dispense de prospectus pour PCAA s'applique seulement aux produits traditionnels)<sup>31</sup>;
- une notation de crédit minimale doit être obtenue de la part d'au moins deux agences de notation désignées<sup>32,33</sup>;
- il doit y avoir une communication continue et occasionnelle :
  - de la structure, des activités et des opérations du véhicule d'émission;
  - du rendement des actifs dans le portefeuille d'actifs du véhicule;
  - des événements qui ont une incidence sur le paiement du capital ou des intérêts.

Des renseignements supplémentaires sont présentés à l'annexe 1.

#### *4.4.2 Normes de liquidité et de fonds propres du BSIF pour les promoteurs bancaires de PCAA*

Au Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est l'autorité prudentielle et de surveillance de toutes les banques en activité au pays. Il a pour objectif d'assurer la confiance du public dans le système financier canadien et la solidité financière des banques. Pour les véhicules d'émission

---

<sup>30</sup> Le PCAA émis conformément aux conditions de la dispense de prospectus n'est pas soumis aux restrictions sur la revente prévues par le *Règlement 45-102 sur la revente de titres*. Certains émetteurs de PCAA peuvent décider de ne pas se prévaloir de cette dispense et plutôt en choisir une autre prévue au Règlement 45-106, si possible (certaines dispenses de prospectus du Règlement 45-106 ne s'appliquent pas au placement de PCAA). Si un émetteur s'appuie sur certaines dispenses de prospectus du Règlement 45-106 pour émettre du PCAA, ce dernier peut être soumis à des restrictions sur la revente.

La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés est le promoteur d'un programme proposé de billets adossés à des sûretés générales (billets SGC) qui seront offerts par la Fiducie de billets garantis par titres généraux (la « Fiducie »). Bien qu'ils présentent certaines caractéristiques similaires à celles du papier commercial adossé à des actifs (PCAA), les billets SGC diffèrent fondamentalement du PCAA en ce sens que les actifs auxquels ils sont adossés comprennent des obligations gouvernementales et des obligations de sociétés hautement liquides transférées à la Fiducie par voie d'ententes de pension sur titres compensées par une chambre de compensation. La Fiducie ne se prévaut pas de la dispense de prospectus pour PCAA et offrira plutôt seulement les billets SGC à certains « investisseurs qualifiés » conformément à la dispense de prospectus prévue par le Règlement 45-106 pour le placement auprès d'investisseurs qualifiés (lesquels doivent également constituer des « clients autorisés » aux termes du Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites). Par conséquent, les billets SGC seront soumis à des restrictions à la revente.

<sup>31</sup> Cette exigence n'exclut généralement pas l'utilisation de produits dérivés standard à des fins de couverture (par exemple, du risque de taux d'intérêt ou de change).

<sup>32</sup> Les agences de notation désignées font l'objet d'une surveillance réglementaire de la part des autorités en valeurs mobilières au Canada en vertu du *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées*. Sous le régime du Règlement 25-101, les agences de notation désignées sont tenues de respecter des règles concernant les conflits d'intérêts, la gouvernance, la conduite, la conformité et les dépôts obligatoires. Voir l'annexe 3 pour plus de détails.

<sup>33</sup> Le PCAA émis avec la dispense de prospectus doit avoir au moins deux notations de crédit, dont seulement une doit être de catégorie supérieure. La deuxième notation et toute notation supplémentaire ne peuvent être inférieures à un niveau déterminé. Voir les alinéas 2.35.2(a)i) et ii) du Règlement 45-106.

bénéficiant de la dispense de prospectus pour PCAA, les promoteurs bancaires sont donc tenus de se conformer aux normes de fonds propres et aux normes de liquidité du BSIF, entre autres lignes directrices.

Depuis 2014, le ratio de liquidité à court terme oblige les banques à conserver suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir toutes les sorties nettes de trésorerie possibles au cours d'une période de 30 jours. Dans le cas des véhicules d'émission de PCAA bancaire, le promoteur fournit une garantie de liquidité pour le PCAA et il est normalement tenu de présumer que la totalité du PCAA arrivant à échéance ne sera pas en mesure d'être réémis à l'intention des investisseurs du marché monétaire, et sera donc remboursé par un tirage sur les facilités de liquidité fournies par la banque. Par conséquent, les promoteurs, en tant que fournisseurs de liquidités, doivent détenir des actifs liquides de haute qualité d'une valeur égale à un flux sortant de 100 % du PCAA arrivant à échéance dans la fenêtre de 30 jours (net des remboursements). En outre, les fonds propres requis pour les opérations financées dans les véhicules d'émission sont généralement équivalents à ceux qu'une banque détiendrait si l'opération était financée à même le bilan du promoteur bancaire/fournisseur de liquidités. Cette exigence s'applique à la fois aux facilités de liquidité GLS et aux facilités avec soutien complet. Voir l'annexe 2 pour obtenir plus de détails.

## Annexe 1 – Renseignements supplémentaires sur la réglementation des valeurs mobilières applicable au PCAA

- Un véhicule d'émission qui se prévaut de la dispense de prospectus pour PCAA doit s'engager par contrat à ce que son portefeuille d'actifs ne se compose que d'actifs traditionnels, comme des obligations, des baux, des créances hypothécaires et d'autres créances<sup>34</sup>.
- Le PCAA émis avec la dispense de prospectus doit avoir au moins deux notations de crédit, dont seulement une doit être de catégorie supérieure<sup>35</sup>. La deuxième (et toute autre notation) ne peut être inférieure à un niveau déterminé<sup>36</sup>.
- Plus précisément, une notation doit être égale ou supérieure à la catégorie suivante :
  - R-1(élevée)(fs), de DBRS Limited;
  - F1+fs, de Fitch Ratings, Inc.;
  - P-1(fs), de Moody's Canada Inc.;
  - A-1(élevée)(fs) (échelle canadienne) ou A-1+(fs) (échelle mondiale), de S&P Global Ratings Canada.
- La deuxième, ainsi que toute autre notation reçue, ne peut être inférieure à la catégorie suivante :
  - R-1(faible)(fs), de DBRS Limited;
  - F2fs, de Fitch Ratings, Inc.;
  - P-2(fs), de Moody's Canada Inc.;
  - A-1(faible)(fs) (échelle canadienne) ou A-2(fs) (échelle mondiale), de S&P Global Ratings Canada.
- La dispense de prospectus est conditionnelle à la satisfaction d'un certain nombre d'exigences de soutien à la liquidité, dont les suivantes :
  - conclusion, par le véhicule d'émission, de conventions avec un ou plusieurs fournisseurs de liquidités<sup>37</sup>;
  - restrictions concernant les institutions autorisées à agir comme fournisseur de liquidités<sup>38</sup>;
  - notations de crédit minimales à respecter pour les fournisseurs de liquidités<sup>39</sup>.
- Bien qu'elles soient conçues pour pallier les décalages temporels dans les flux de trésorerie du véhicule d'émission, les facilités GLS peuvent être utilisées pour d'autres raisons que la faillite du véhicule d'émission lui-même, y compris la détérioration du crédit des actifs sous-jacents jusqu'à concurrence d'un montant égal à la somme des actifs non défaillants et du rehaussement de crédit applicable.
- Certaines institutions financières sous réglementation fédérale ont converti leurs facilités GLS en facilités avec soutien complet qui protègent entièrement les investisseurs du PCAA contre tout risque lié aux actifs sous-jacents, y compris la défaillance (sauf le risque de crédit de l'institution qui fournit les liquidités).

<sup>34</sup> Voir le paragraphe 2.35.2(c) du Règlement 45-106.

<sup>35</sup> Voir l'alinéa 2.35.2(a)i) du Règlement 45-106.

<sup>36</sup> Voir l'alinéa 2.35.2(a)ii) du Règlement 45-106.

<sup>37</sup> Voir l'alinéa 2.35.2(a)iii) du Règlement 45-106.

<sup>38</sup> Voir les sous-alinéas 2.35.2(a)iv)A) et B) du Règlement 45-106.

<sup>39</sup> Voir le sous-alinéa 2.35.2(a)iv)C) du Règlement 45-106.

- Toutefois, pour un véhicule d'émission qui se prévaut de la dispense de prospectus pour PCAA, l'article 2.35.3 du Règlement 45-106 prévoit certaines exceptions où la convention conclue avec un fournisseur de liquidités peut dispenser celui-ci d'avancer des fonds.
- Les véhicules d'émission qui placent du PCAA en bénéficiant de la dispense de prospectus doivent communiquer ce qui suit :
  - de l'information sur le véhicule d'émission, y compris sa structure, ses activités et ses opérations, dans l'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme placés en vertu de l'article 2.35.1* (la « notice d'information »), au plus tard à la date de souscription du PCAA par un investisseur<sup>40</sup>;
  - de l'information mensuelle sur le véhicule d'émission, y compris les opérations visant les actifs, les portefeuilles d'actifs et leur rendement, dans l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information mensuel sur les produits titrisés à court terme placés en vertu de l'article 2.35.1* (le « rapport d'information mensuel »), au plus tard 50 jours après la fin du dernier mois considéré<sup>41</sup>;
  - de l'information occasionnelle sur les événements importants qui touchent la notation de crédit du véhicule et le paiement du capital ou des intérêts, au plus tard le 2<sup>e</sup> jour ouvrable après que le véhicule a eu connaissance du changement ou de l'événement<sup>42</sup>.

## Annexe 2 – Renseignements supplémentaires sur la réglementation du BSIF concernant les fonds propres et la liquidité<sup>43</sup>

- Ratio de liquidité à court terme
  - Le ratio de liquidité à court terme vise à ce que les institutions disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité non grevés pour couvrir leurs besoins de liquidité dans l'éventualité d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours civils.
  - $$\frac{\text{Encours d'actifs liquides de haute qualité} + \text{dépôts admissibles à vue non opérationnels et à un jour}}{\text{Total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours civils suivants}} \geq 100 \%$$
  - Pour les véhicules d'émission dont le promoteur est une banque, la banque est réputée avoir émis le PCAA et est tenue de constater des sorties égales à 100 % du PCAA arrivant à échéance dans les 30 jours.
  - Détenu en tant qu'actif, le PCAA émis par une institution financière ou l'une de ses entités affiliées n'est pas considéré comme faisant partie des actifs liquides de haute qualité. Si le PCAA n'est pas émis par une institution financière, il pourrait être considéré comme un actif de niveau 2A assujéti à une décote de 15 % (voir Normes de liquidité, chapitre 2, section 2.2.A.).

<sup>40</sup> Voir l'alinéa 2.35.4(1)a) du Règlement 45-106.

<sup>41</sup> Voir le paragraphe 2.35.4(5) du Règlement 45-106.

<sup>42</sup> Voir le paragraphe 2.35.4(6) du Règlement 45-106.

<sup>43</sup> Pour de plus amples renseignements, consulter les sites Web du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

- Les rentrées provenant de PCAA qui n'est pas un actif liquide de haute qualité peuvent quand même être considérées comme une compensation des sorties nettes de trésorerie si le produit arrive à échéance dans les 30 jours.
- Ratio de liquidité à long terme
  - Le ratio de liquidité à long terme exige que les banques maintiennent un profil de capitalisation stable par rapport à la composition de leurs actifs et de leurs activités hors bilan. Il limite le recours excessif au financement de gros à court terme, il encourage une meilleure évaluation du risque de financement pour tous les éléments au bilan et hors bilan, et il favorise la stabilité du financement.
  - $$\frac{\text{Montant du financement stable disponible}}{\text{Montant de financement stable requis}} \geq 100 \%$$
  - Le PCAA émis par une institution financière ou l'une de ses entités affiliées se voit attribuer un coefficient de financement stable requis (FSR) de 50 %, en tant qu'actif ne faisant pas partie des actifs liquides de haute qualité. Le PCAA qui est considéré comme un actif de niveau 2A et a une notation de crédit égale ou équivalente à au moins AA- se voit quant à lui attribuer un coefficient de FSR de 15 % (voir Normes de liquidité, chapitre 3, sections 3.3.7 et 3.3.8).
- Flux de trésorerie nets cumulatifs
  - Les flux de trésorerie nets cumulatifs constituent un indicateur avec horizon de liquidité qui mesure les flux de trésorerie nets cumulatifs d'une institution afin de saisir les risques que présente l'asymétrie des fonds entre l'actif et le passif sur 12 mois.
  - Aux fins de cet indicateur, le PCAA détenu en tant qu'actif reçoit une valeur de liquidité proportionnelle à son admissibilité et à sa décote dans le cadre des mécanismes permanents d'octroi de liquidités de la banque centrale. Le PCAA détenu en tant que passif se voit attribuer des taux de sorties de 100 % à l'échéance. De plus, un taux de sorties de 100 % est appliqué à la capacité inutilisée de toute facilité garantissant du PCAA qui peut être tirée dans les 30 jours.
- Normes de fonds propres
  - Tiré du cadre du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le [dispositif de titrisation](#) du BSIF doit être appliqué pour déterminer le traitement des fonds propres pondérés en fonction du risque applicable à toutes les expositions de titrisation, dont le PCAA. De plus, le [cadre de risque de marché](#) du BSIF doit être appliqué à tout PCAA détenu dans le portefeuille de négociation.

### Annexe 3 – Renseignements supplémentaires sur l'encadrement réglementaire des agences de notation désignées

#### Survol du Règlement 25-101 et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

En réponse à la crise financière mondiale, le *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le « [Règlement 25-101](#) ») est entré en vigueur le 20 avril 2012. Adopté par les autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada, ce règlement a établi un cadre réglementaire pour la surveillance des agences de notation de crédit qui ont été désignées par une de ces autorités.

Cinq agences de notation ont été désignées comme des « agences de notation désignées » au Canada en vertu du Règlement 25-101 :

1. DBRS Limited
2. Fitch Ratings, Inc.
3. Kroll Bond Rating Agency, LLC (Kroll)
4. Moody's Canada Inc.
5. S&P Global Ratings Canada

Kroll n'a été désignée qu'aux fins de l'application des autres conditions d'admissibilité prévues à l'article 2.6 du *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* et à l'article 2.6 du *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* pour le dépôt, par les émetteurs de titres adossés à des créances, d'un prospectus simplifié ou d'un prospectus préalable, respectivement. Kroll n'a pas été désignée aux fins de la dispense de prospectus pour PCAA.

Le Règlement 25-101 établit un cadre pour les agences de notation désignées, assorti d'exigences reprises en substance du code de conduite des agences de notation de l'OICV (le « code de l'OICV ») et étoffées pour répondre aux normes internationales et pour clarifier les attentes des Autorités canadiennes en valeurs mobilières à l'égard des agences de notation désignées. À noter que le code de l'OICV était un régime de conformité *volontaire* qui fixait des normes de surveillance internationales pour les agences de notation de crédit, dans le but de : i) protéger les investisseurs, ii) garantir l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés et iii) réduire le risque systémique. À la suite de la crise financière mondiale, le Règlement 25-101 a délaissé le modèle volontaire « se conformer ou s'expliquer » utilisé par le code de l'OICV au profit d'une obligation, pour les agences de notation désignées, d'adopter un code de conduite qui ne s'écarte pas du Règlement 25-101, à moins de bénéficier d'une dérogation.

### **Règlement 25-101**

Le Règlement 25-101 exige, entre autres, que l'agence de notation désignée fasse ce qui suit :

- Elle doit établir, maintenir et respecter un code de conduite portant notamment sur :
  - la qualité et l'intégrité du processus de notation;
  - l'indépendance et l'évitement des conflits d'intérêts;
  - ses responsabilités envers le public investisseur et les émetteurs.
- Elle doit nommer un responsable de la conformité chargé de surveiller la conformité au code de conduite et à la législation sur les valeurs mobilières.
- Elle doit publier ses politiques de diffusion des notations, des rapports de notation et des mises à jour.
- Elle doit fournir, entre autres, l'information suivante dans chaque rapport de notation :
  - a. la date de la première publication et de la dernière mise à jour de la notation;
  - b. la principale méthode utilisée pour établir la notation;

- c. la signification de chaque catégorie de notation et la définition de la défaillance ou du recouvrement ainsi que l'horizon temporel utilisé par l'agence pour prendre sa décision de notation;
  - d. les caractéristiques et limites de la notation.
- Elle doit fournir l'information suivante dans chaque rapport de notation sur un produit de financement structuré :
  - a. toute l'information sur l'analyse des pertes et des flux de trésorerie qu'elle a effectuée ou sur laquelle elle se fonde et une indication de tout changement attendu de la notation; l'agence indique également le degré d'analyse de la sensibilité de la notation d'un produit de financement structuré aux changements dans ses hypothèses sous-jacentes;
  - b. le niveau d'évaluation assuré par l'agence en ce qui concerne les procédures de contrôle diligent sur les instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux produits de financement structurés; l'agence indique également si elle a entrepris une évaluation de ces procédures de contrôle diligent ou si elle s'est fondée sur l'évaluation d'un tiers ainsi que l'incidence de l'évaluation sur la notation.
- Elle doit communiquer en continu de l'information sur tous les produits de financement structurés qui lui sont présentés en vue d'un examen initial ou d'une notation provisoire, en indiquant si l'émetteur lui a demandé d'établir une notation définitive.
- Elle doit distinguer les notations sur les produits de financement structurés des notations traditionnelles sur les obligations de sociétés en employant d'autres symboles.
- Tous les ans, elle doit publier des données sur les taux de défaillance historiques de ses catégories de notation en indiquant s'ils ont changé.
- Pour chaque notation, elle doit indiquer si l'entité notée a participé à la notation et si l'agence a eu accès aux comptes et à d'autres documents internes pertinents de l'entité notée ou de ses entités apparentées. Elle doit indiquer chaque notation qui n'a pas été demandée par l'entité notée.