



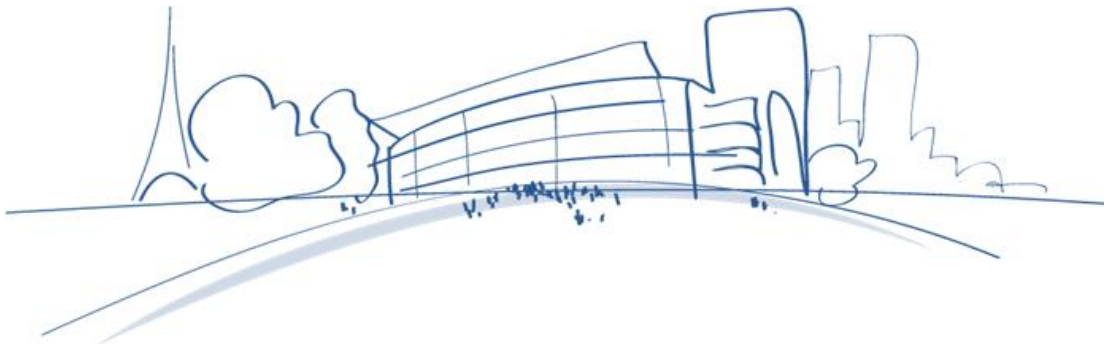
Master 2 recherche Politique Générale et Stratégie des Organisations

[Thème : Le modèle d'affaires du PCAA Canadien]

**Comment l'Accord de Montréal a-t-il permis de restaurer la confiance des
acteurs de marché dans le modèle d'affaires du PCAA ?**

par

Silsa Raymond



**MEMOIRE MAJEUR SOUS LA DIRECTION DU PROFESSEUR ANDREE
DE SERRES
2013/2014**

RESUME ET MOTS CLES

La crise de 2007-2008 a mis en lumière une institutionnalisation du modèle d'affaires du Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) tant par les institutions financières bancaires que par les institutions du secteur bancaire parallèle. Tandis qu'avant la crise, ce modèle d'affaires de type *Originate to Distribute* et l'innovation contractuelle et financière que représentait le PCAA étaient peu compris. Depuis, de nombreux documents juridiques sont disponibles pour nous permettre de mieux comprendre ces évolutions structurelles. Ce mémoire s'intéresse donc au rôle joué par ce modèle d'affaires lors de la crise financière américaine et canadienne.

Par une analyse des deux crises, nous mettons en exergue le fait que la crise des subprimes américaines n'est pas l'équivalent de la crise du PCAA canadien. En effet, la crise américaine est née de ce que l'adoption d'un modèle d'affaires de type *Originate to Distribute* par les institutions financières bancaires et non bancaires américaines a conduit à la dégradation des sous-jacents aux opérations de PCAA, tandis que la crise canadienne n'est pas imputable à une perte de responsabilité fiduciaire des acteurs du modèle d'affaires, mais à une crise de confiance des acteurs du marché du PCAA. Cette différence fondamentale entre les deux crises présente un réel intérêt pour la recherche en sciences de gestion dans la mesure où, suite au gel du marché du PCAA canadien, il fut mis en place une entente novatrice connue sous le nom d'Accord de Montréal qui représente un modèle unique de « contre-gel » du marché.

Mots clés : Accord de Montréal, institutions financières bancaires, secteur bancaire parallèle, titrisation, modèle d'affaires, Papier Commercial Adossé à des Actifs, *Originate and Hold*, *Originate to Distribute*, crise de confiance.

REMERCIEMENTS

Je remercie les personnes qui ont contribué à l'élaboration de ce mémoire majeur. Par leur disponibilité et leurs éclairages, elles ont permis d'enrichir mes recherches.

En premier lieu je remercie Madame Andrée De Serres d'avoir accepté de diriger mes recherches à Montréal au sein de l'ESG UQAM. Son écoute et ces précieux conseils m'ont permis de réaliser ce travail dans les meilleures conditions. J'espère que ce mémoire sera à la hauteur de ses espérances.

Je souhaite également remercier Madame Stéphanie Dameron et Monsieur Pierre Romelaer pour m'avoir donné l'opportunité d'intégrer le prestigieux Master 101.

Enfin, je remercie Marketa, Elia, Alexandre et Maazou pour leur aide et leur soutien durant la rédaction de ce mémoire.

GLOSSAIRE

Accord de Montréal : L'accord intervenu le 16 août 2007 entre ABN AMO, Barclays Capital, CDPQ, Groupe Desjardins, Deutsche Bank, HSBC, Merrill Lynch, Banque Nationale, Investissements PSP et UBS prévoyant certaines ententes provisoires portant sur la situation du PCAA émis par des tiers illiquide, y compris une période moratoire initiale de 60 jours pendant laquelle il n'y aurait aucun appel de marge, ni appel aux facilités de liquidités et aucun nouvel appel aux facilités de liquidités durant 150 jours après l'expiration de cette période moratoire.

Agence de notation : Société commerciale qui attribue à la demande ou non des émetteurs des notes sur des titres de dettes émis par des entreprises, par des banques, par des investisseurs

Bonification de crédit : Soutien destiné à couvrir les pertes subies par un groupe donné d'actifs.

Cas de perturbation de marché : Expression propre aux conventions de liquidités du marché du PCAA canadien qui stipulent en général la ou les conditions de marché du PCAA qui doivent prévaloir comme condition préalable au financement d'un fournisseur de liquidités, laquelle définition peut différer d'une convention de liquidités à l'autre.

Cédant (ou fournisseur d'actifs) : Les banques d'affaires, banques commerciales et autres entités suivantes qui ont conclu des accords de SWAP sur défaillance de crédit avec, et/ou ont vendu des actifs sous forme de créances avec flux groupés à, un ou plusieurs conduits de PCAA.

Conduit ou Special Purpose Vehicle (SPV) : Véhicule ad hoc, habituellement sous la forme d'une fiducie, utilisé pour un programme de PCAA qui achète des actifs, et finance ces achats par titrisation à terme ou émission de papier commercial.

Convention de liquidité : Convention entre un conduit, un agent de liquidités et un fournisseur de liquidités qui permet de créer une facilité de liquidités pour un programme de PCAA qui peut servir à financer le remboursement de PCAA à l'échéance, y compris les modalités et les détails des circonstances en vertu desquelles un soutien en liquidités serait fourni.

Conventions CPM : Conventions de liquidités en vertu desquelles des avances ne sont consenties que s'il s'est produit un Cas de Perturbation des Marchés.

Conventions mondiales : Conventions de liquidités dans le cadre desquelles un Cas de Perturbation des Marchés ne constitue pas une condition au financement de la part d'un fournisseur de liquidités.

Dépositaire : Institution qui s'assure, pour le compte des investisseurs, que l'opération se déroule bien et qu'ils pourront donc récupérer leur investissement.

Distributeurs : Agent de placement (habituellement le service de négociation des titres d'une banque d'investissement) ou courtier en PCAA (tout courtier, établissement financier ou intermédiaire) qui commercialise le PCAA auprès des investisseurs.

Document d'information LACC : Le rapport du Comité Pancanadien des Investisseurs de Papier Commercial Structuré Adossé à des Actifs émis par des tiers du 20 mars 2008 intitulé « Restructuration proposée de Papier Commercial Canadien Structuré Adossé à des Actifs Emis par des Tiers : Renseignement pour les porteurs de billets. »

Fiduciaire : Particulier ou institution fiduciaire qui détient le titre légal d'un bien pour le compte des bénéficiaires de la fiducie. Le terme fiduciaire désigne également l'exécuteur, l'administrateur, le mandataire, le séquestre ou le liquidateur qui possède ou contrôle des biens pour le compte d'une autre personne.

Fiducie : Obligation exécutoire qui tombe sous le coup de la loi. Une fiducie peut être établie, selon le cas, par (1) une personne (de vive voix ou par écrit), (2) une ordonnance d'un tribunal, et (3) une loi. Généralement, une fiducie est créée lorsqu'elle est établie de façon conforme et qu'il y a certitude en ce qui a trait à : (1) l'intention de créer une fiducie, (2) la nature des biens à placer dans la fiducie, et (3) l'identité des bénéficiaires.

Fournisseur de liquidités : Partie qui a convenu de fournir du financement de liquidités aux termes d'une convention de liquidités à l'égard d'un programme de PCAA.

Gestionnaire d'actifs : Institution qui gère les actifs transférés au SPV pour toute la durée de vie de l'opération.

Gestionnaire de créances : Institution qui gère le paiement des créances cédées par les débiteurs.

LLAC : La Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies.

Modèle d'affaires Originate to Distribute : Pratique bancaire consistant à octroyer des prêts, puis à les titriser afin de distribuer le risque de crédit aux investisseurs.

Modèle d'affaires Originate to Hold : Pratique bancaire consistant à octroyer des prêts, puis à les conserver au bilan jusqu'à échéance.

Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) : Créance à court terme adossée à une variété d'instruments financiers qui résulte d'une opération de transformation de la liquidité, dans le cadre de laquelle des actifs relativement peu liquides (créances sur cartes de crédit, prêts hypothécaires, prêts et crédit-bail automobiles, etc.) sont regroupés pour créer des titres à revenu fixe pouvant se négocier sur les marchés.

Programme de PCAA : Opération ou série d'opérations qui financent l'acquisition d'actifs financés par l'émission de PCAA par un Fiduciaire émetteur au nom d'un conduit.

Promoteur (ou manufacturier) : Entité à l'origine de l'établissement d'un programme de PCAA à l'égard d'un conduit. Les promoteurs sont des sociétés de gestion pour le programme de PCAA qui concluent des marchés avec les fournisseurs d'actifs et captent l'excédent d'écart sur ces opérations.

Rehausseur de crédit : Compagnies d'assurances qui apportent un rehaussement de crédit aux intervenants des marchés financiers en assurant le risque lié à des titres de dettes.

Shadow Banking (ou secteur bancaire parallèle) : Système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique.

SWAP : Un accord financier en vertu duquel deux parties conviennent d'échanger des flux de paiement déterminés.

Titrisation : Opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique *ad hoc*.

Thème du mémoire majeur : Le modèle d'affaires du PCAA Canadien

Problématique : Comment l'Accord de Montréal a-t-il permis de restaurer la confiance des acteurs de marché dans le modèle d'affaires du PCAA ?

Sous-question n°1 : Quelles sont les spécificités du modèle d'affaires du PCAA bancaire par rapport à celles du modèle non bancaire ?

Sous-questions n°2 : Quelles sont les spécificités du marché du PCAA canadien et de la crise canadienne de 2007-2008 ?

Sous-questions n°3 : Quelles sont les solutions mises en œuvre par l'Accord de Montréal pour dégeler le marché ?

Sous-questions n°4 : Pour quelles raisons ces solutions mises en œuvre par l'Accord de Montréal ont-elles permises de restaurer la confiance ?

Contenu

Introduction	10
PREMIÈRE PARTIE : ÉLÉMENTS HISTORIQUES ET THÉORIQUES	13
Avant-propos sur la relation entre innovation financière et crise	13
Chapitre I : De l'essor à la crise du marché du Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) sur le territoire Nord-Américain	20
1.1. Aspects institutionnel du développement de la titrisation sur le territoire Nord-Américain	20
1.1.1. Développement de la titrisation sous l'impulsion du gouvernement américain	20
1.1.2. Développement de la titrisation sous l'impulsion des banques américaines.. ..	22
1.1.3. Reprise de l'innovation par l'État canadien	24
1.2. Aspects institutionnels de la crise de 2008.....	25
1.2.1. Tandis que les États-Unis sont frappés par la crise des PCAA subprimes....	25
1.2.1.1. D'une croissance exponentielle du marché des subprimes... ..	25
1.2.1.2. ...À la crise la plus importante du 21e siècle	27
1.2.2. C'est le marché du PCAA Non Bancaire qui s'arrête au Canada	31
1.2.2.1. Présentation du marché canadien de la titrisation	31
1.2.2.2. La crise du PCAA.....	33
Chapitre II : Analyse de la littérature autour du modèle d'affaires du PCAA	36

2.1.	Analyse des théories utilisées en sciences de gestion autour du modèle d'affaires du PCAA	36
2.1.1.	Théorie positive de l'agence	36
2.1.2.	Théorie des coûts de transaction	37
2.2.	Analyse de la littérature sur le modèle d'affaires du PCAA	39
2.2.1.	Une prise de risque excessive liée à des problèmes d'agence lors de la cession des prêts	39
2.2.1.1.	Une hausse de l'asymétrie d'information couplée à un mauvais alignement des incitations... ..	40
2.2.1.1.1.	Un modèle d'affaires opaque	40
2.2.1.1.2.	Des mécanismes organisationnels déficients	44
2.2.1.2.	... Favorisant l'aléa moral des courtiers, cédants et promoteurs de PCAA	49
2.2.1.2.1.	Diminution du contrôle des emprunteurs	49
2.2.1.2.2.	Hausse des prêts prédateurs	50
2.2.2.	Une vulnérabilité excessive des parties prenantes à l'opération liée à des problèmes principal/agents lors de la transformation des prêts en PCAA	53
2.2.2.1.	Une sélection adverse accrue pour les investisseurs	54
2.2.2.1.1.	L'asymétrie d'information et d'expertise favorise une externalisation de l'évaluation de la prise de risque par l'investisseur	54
2.2.2.1.2.	... À des agents dont l'alignement des intérêts n'est pas automatique	55
2.2.2.2.	Sélection adverse des parties prenantes spécifiques à une opération faisant intervenir un promoteur du Shadow Banking	57
2.3.	Formalisation de la problématique	60
DEUXIÈME PARTIE : RECHERCHES EMPIRIQUES ET PROPOSITIONS		62
Chapitre 3 - Développement d'une méthodologie		62
3.1.	Un design de recherche basé sur une étude de cas processuelle	62
3.1.1.	Un positionnement épistémologique positiviste	63
3.1.2.	Le choix d'une étude de cas unique	63
3.1.3.	Choix d'une étude de type processuelle	66
3.1.3.1.	Sens donné au terme processus	67
3.1.3.2.	Modèle de processus retenu	68
3.2.	Présentation du terrain de la recherche	70

3.2.1. L'Accord de Montréal	70
3.2.2. Pertinence de l'étude de cas retenue	72
3.3. Recueil et analyse des données	72
3.3.1. Recueil des données primaires	73
3.3.2. Recueil des données secondaires.....	74
3.3.2.1. Synthèse des sources	74
3.3.2.2. Principe d'analyse des données.....	76
4.1. De la crise des subprimes américaines au gel du marché du PCAA Canadien [avril à mi-août 2007]	79
4.1.1. Confiance et transparence : les deux faces d'une même pièce ?.....	79
4.1.1.1. Le PCAA : d'un instrument financier sans risque.....	79
4.1.1.2. ... À un « market of lemon » ?.....	86
4.1.2. Confiance et liquidité : les deux faces d'une même pièce ?.....	89
4.1.2.1. Lorsque la musique s'arrête... ..	89
4.1.2.2. ...Le risque de liquidité accru associé au modèle d'affaires du PCAA non bancaire provoque le gel de 32 milliards de dollars CAD	93
4.2. Du gel du marché à l'adoption d'un plan de transaction [fin août à octobre 2007]..	98
4.2.1. La recherche d'une solution communautaire par les grands détenteurs de PCAA non bancaire... ..	98
4.2.1.1. Survol des parties prenantes intéressées par la mise en place d'une solution communautaire	98
4.2.1.2. Naissance de l'Accord de Montréal et adoption du plan de transaction ...	103
4.2.2. ... Conduisit à la mise en œuvre d'un plan de transaction qui permet de restaurer la confiance des acteurs du marché	108
4.2.2.1. Restructurer pour restaurer la confiance du marché.....	108
4.2.2.2. ... Et faire renaître le marché	111
Chapitre 5 : Retour sur la démarche utilisée	114
Conclusion.....	116
Bibliographie	124
Annexe A.....	132
Annexe B.....	134
Annexe C.....	135

Introduction

La crise de 2007-2008 a mis en lumière le phénomène de l'institutionnalisation chez les banques et d'autres types d'institutions financières du modèle d'affaires *Originate to Distribute* grâce à la titrisation. Le phénomène d'institutionnalisation « *consiste en un processus par lesquels les processus sociaux, les obligations ou la réalité prennent un statut semblable aux règles dans la pensée et l'action sociale*¹ » (Meyer et Rowan, 1977, p. 341). L'institutionnalisation du modèle d'affaires *Originate to Distribute* a touché deux catégories d'acteurs de l'intermédiation financière : les institutions financières bancaires et les institutions du *Shadow Banking*.

L'intermédiation financière qui peut se définir comme « *l'achat de titres primaires aux emprunteurs ultimes et l'émission d'une dette indirecte pour les prêteurs ultimes* » (Gurley et Shaw, 1960, p. 192) favorise la mutualisation des risques et des ressources, et fonctionne sur un principe d'information privative (Ullmo, 2007). Elle s'est développée, car elle permet, comme le souligne Diamond (1984), d'économiser sur les coûts de transaction en évitant à chaque prêteur de contrôler directement la qualité de l'emprunteur, et en évitant le phénomène de passage clandestin qui émerge lorsqu'aucun prêteur ne contrôle.

Tandis que, jusqu'aux années 1970, l'intermédiation financière était « *la marque de fabrique traditionnelle des Banques* » (Gadioux, 2010, p. 37) qui finançaient l'économie en utilisant les dépôts de leurs clients pour octroyer des prêts à long terme effectuant de la sorte de la transformation d'échéance, elle est maintenant réalisée par un nombre croissant d'institutions du *Shadow Banking*. On parle de *Shadow Banking* pour les activités d'« *intermédiation du crédit, impliquant des entités ou des activités effectuées en dehors du système bancaire traditionnel* » (Clerc, 2013, p. 19).

L'activité d'intermédiation financière réalisée par les institutions financières bancaires ou du *Shadow Banking* a elle-même évolué. En effet, les institutions sont passées d'un modèle d'affaires de type *Originate to Hold*, qui consiste à octroyer des prêts puis à les conserver au bilan, à un modèle d'affaires de type *Originate to Distribute*, qui consiste quant à lui, à octroyer des prêts puis à les titriser afin de distribuer le risque de crédit aux investisseurs.

¹Librement traduit de: "Institutionalization involves the processes by which social processes, obligations, or actualities come to take on a rule like status in social thought and action."

Avant la crise, ce modèle d'affaires et l'innovation contractuelle et financière que représentait la titrisation étaient peu compris. Depuis, de nombreux documents juridiques sont maintenant disponibles pour nous permettre de mieux comprendre ces évolutions structurelles. La crise des *subprimes* a été très largement étudiée dans le domaine des sciences de gestion. En effet, de nombreux articles ont traité de la prise de risque excessive des institutions financières bancaires et du *Shadow Banking*, de l'aléa moral ainsi que de la sélection adverse engendrée par le modèle d'affaires *Originate to Distribute*, et des vulnérabilités des institutions du *Shadow Banking* face à un assèchement des liquidités sur le marché financier. Ce sujet passionne encore le monde académique qui continue d'analyser les raisons de la plus grande crise du 21^e siècle et les leçons à en tirer.

Alors que la crise américaine est dans l'œil du cyclone qui déferle à travers le monde financier, une autre crise échappe à l'intérêt des chercheurs : la crise canadienne du Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) qui éclata le 15 août 2007 suite à l'arrêt du marché du PCAA non bancaire. Pourtant, cette dernière représente un réel intérêt pour la recherche en sciences de gestion dans la mesure où, suite au gel du marché du PCAA canadien, fut mis en place l'Accord de Montréal qui est un modèle unique de « contre-gel » du marché. Cet accord intervenu le 16 août 2007 entre plusieurs institutions financières mérite donc d'être analysé et connu, car il permet d'aboutir à une entente sur la situation du Papier Commercial Adossé à des Actifs, et d'éviter une crise financière à grande échelle. En effet, suite à cet accord, l'équivalent de 32 milliards de dollars CAD a été dégelé et le marché du PCAA a été relancé sans que les investisseurs aient à enregistrer des pertes abyssales, comme ce fut le cas lors de la crise des PCAA *subprimes*.

Notre mémoire vise donc à analyser la gestion de la crise sur le marché financier canadien, et plus particulièrement l'entente novatrice connue sous le nom d'Accord de Montréal. Dans un premier temps, notre analyse a pour but de faire émerger les sources de créations de valeur et les vulnérabilités inhérentes au modèle d'affaires du PCAA, en particulier lorsqu'il est adopté par des institutions du *Shadow Banking*. Cette analyse présente un intérêt indéniable dans la mesure où les institutions du *Shadow Banking* « accordent la majorité des prêts² » (Lui, 2011, p. 49) dans notre économie actuelle. Cette analyse préliminaire est nécessaire pour nous

²Librement traduit de: "lenders in the shadow banking (insurances companies, hedge funds, credit card companies) provided the majority of loan."

permettre de mettre en exergue les raisons qui expliquent que l'Accord de Montréal a permis de restaurer la confiance des acteurs du marché dans le modèle d'affaires du PCAA.

Dans cette optique, notre revue de la littérature cherchera à répondre aux sous-questions préliminaires suivantes :

- Qu'est-ce que la titrisation ? Le PCAA ?
- Pourquoi et comment l'innovation financière s'est développée et quelles sont ses conséquences sur le modèle d'affaires des acteurs de l'intermédiation financière ?
- Quels sont les risques de l'adoption du modèle d'affaires du PCAA mis en lumière par la crise des *subprimes* ?

Puis, notre étude empirique nous invitera à découvrir une forme de sortie de crise originale mêlant toutes les parties prenantes d'une niche d'un marché financier. Le point de départ de cette étude est l'analyse du document d'information LACC, le rapport du Comité Pancanadien des Investisseurs de Papier Commercial Structuré Adossé à des Actifs émis par des tiers sur la restructuration proposée de PCAA, dont la compréhension sera complétée par des entretiens. Cette étude visera à mettre en lumière le rôle du modèle d'affaires du PCAA dans la crise et les solutions apportées par l'Accord de Montréal. Ces questions soulèvent le problème de la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes au processus de transformation des créances en PCAA, les risques associés, et nous invitent à tirer des leçons du point de vue de la gouvernance, de la gestion des risques et du management stratégique des institutions financières bancaires et du *Shadow Banking*.

PREMIÈRE PARTIE : ÉLÉMENTS HISTORIQUES ET THÉORIQUES

Avant-propos sur la relation entre innovation financière et crise

L'innovation peut se définir comme « la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures » (Manuel d'Oslo, 3^e édition, p. 54). Quatre catégories d'innovations sont généralement distinguées : l'innovation de produits, de procédés, de commercialisation et d'organisation. (Manuel d'Oslo, 3^e édition)

Les innovations émergent sous l'impulsion de l'offre ou à la demande. En effet, l'innovation peut être liée à « une demande de l'organisation qui cherche à acquérir un avantage comparatif dans son environnement » ou à « des fournisseurs d'innovations » (Ionescu, 2012, p. 30). Tandis que dans le premier cas de figure, les attentes des organisations poussent à la recherche de solutions et donc au développement d'innovation, dans le second cas de figure, l'innovation est créée puis trouve un écho et se diffuse au sein des organisations ; elle est donc née de l'offre d'entités ou d'individus innovants.

Parmi les différents types d'innovation, *l'innovation financière* s'entend au sens large du terme comme « tout développement dans un élément du système financier (marchés, institutions, instruments et régulations) » (Ionescu, 2012, p. 31). Les innovations financières sont généralement classées en trois catégories : les innovations financières de produit, les innovations financières de processus et les innovations financières de transferts de risque.

Depuis la dérèglementation des années 1980, le secteur financier a été marqué par une forte croissance des métiers d'ingénierie financière, croissance qui a soutenu l'essor d'innovations financières de plus en plus dématérialisées. Une *innovation financière dématérialisée* peut se définir comme « une idée indépendante du contexte qui ne nécessite pas de connexion avec une entité, un actif particulier ou une situation pour fonctionner comme un nouveau produit commercial » (Rooney, 2003, p. 449).

Depuis les années 1980, un débat sur le lien entre innovations et crises du secteur financier a émergé et celui-ci n'est pas près de s'essouffler, car les crises semblent non seulement se rapprocher, mais également se ressembler. Et effet, ces dernières semblent marquées par une

certaine forme de cohérence qui se caractérise par « *l'emballlement du crédit qui finance l'espoir d'enrichissement par la hausse du prix d'au moins un actif sur lequel se polarise la spéculation* » (Aglietta, 2008, p.39).

Kindleberger (1996) va plus loin et identifie une cohérence interne aux crises, constituée de l'enchaînement de cinq phases. En premier lieu, le marché est marqué par une phase ***d'essor*** où le crédit demeure adossé à de l'investissement réel. En d'autres termes, les activités de crédit sont adossées à des activités productives concrètes. Puis, le marché entre en phase ***d'euphorie***, phase caractérisée par une déconnexion entre les investissements réels et le crédit. Cette phase est source d'une part, de surendettement des acteurs de l'économie et d'autre part, d'une prise de risque excessive. La troisième phase, ***le paroxysme et le retournement révèle*** les fragilités qui se sont accumulées au sein des états financiers et les déconvenues des modèles d'affaires des acteurs du marché. Dès lors, une perturbation de marché aura tôt fait de « renverser » les anticipations futures et provoquera un retournement, voire un effondrement du marché. La quatrième phase, ***le reflux et l'instauration du pessimisme***, est marquée par deux événements concomitants qui aggravent le retournement du marché : tandis que les agents débiteurs ont un besoin grandissant de nouvelles liquidités pour respecter leurs engagements dans le cadre d'une conjoncture négative, la défiance s'installe et les fournisseurs de liquidité sont de moins en moins enclins à jouer leur rôle. S'en suit un assèchement des liquidités sur le marché qui conduit à la dernière phase du cycle : ***la déflation de la dette et la restructuration des bilans***. Cette phase est marquée par de nombreuses faillites et par l'assainissement des bilans des organisations encore viables. Lors de cette phase, l'action des autorités publiques impacte fortement le déroulement et la sortie de crise.

Une brève analyse historique des crises financières du 20^e siècle va nous permettre, d'une part, d'appréhender le lien entre innovations et crises financières, et d'autre part d'apprécier le phénomène de cohérence interne qui semble bel et bien caractériser les crises financières.

La crise financière de 1907, qui toucha les États-Unis et se propagea à ses principaux partenaires commerciaux de l'époque comme le Canada et l'Angleterre, révéla les dangers liés à la spéculation ainsi que l'impact que pouvait avoir une crise financière sur l'économie réelle. Noyes (2009) présente le déroulement de cette crise en cinq temps :

- les banques firent face à une crise du crédit qui les empêcha de fournir des liquidités à leurs déposants et qui limita leur offre de crédit,
- les déposants inquiets commencèrent à retirer leurs dépôts des banques provoquant un « bank-run » et asséchant un peu plus les liquidités des banques,
- les États-Unis, face à cet assèchement des liquidités généralisé, durent emprunter à d'autres États,
- des organisations commencèrent à faire faillite, car elles ne pouvaient se refinancer et donc maintenir leurs activités,
- enfin, la demande chuta faisant entrer le pays en récession.

Cette crise mit en exergue l'impact que la sphère financière pouvait avoir sur l'économie réelle et la nécessité d'une régulation. C'est en effet des suites de cette période tourmentée que naquit en 1913 la Federal Reserve Bank (la Banque centrale américaine généralement désignée par l'acronyme FED) et la notion de Prêteur de Dernier Recours.

La spéculation fut aussi en cause dans l'histoire du Krach Boursier de 1929. Tandis que l'indice du Dow Jones grimpait de manière exponentielle depuis 1926 jusqu'à atteindre 89 milliards de dollars en 1929, le cours s'effondra le jeudi 24 octobre 1929 suite à une multiplication de ventes. On parle encore de ce jeudi noir qui marqua le début de la Grande Dépression non seulement aux États-Unis, mais également au Canada et en Europe. Comme la crise de 1907, celle de 1929 a été marquée par une phase d'euphorie jusqu'à l'explosion d'une bulle sur le marché des actions. Cette phase d'euphorie a été grandement favorisée par une innovation financière développée dans les années 1920 : l'achat d'actions à crédit. En effet, cette opération financière d'un genre nouveau, en permettant d'acquérir des actions avec une mise de fonds de seulement 10 %, a favorisé le développement de la spéculation, l'endettement des acteurs du marché des actions, et donc la création d'une bulle. De même que pour la crise de 1907, la crise de 1929 poussa le régulateur à encadrer un peu plus la sphère financière. D'une part, une nouvelle réglementation fut mise en place avec le *Glass Steagall Act*³, et d'autre part un nouvel organisme fédéral, la Securities and Exchange Commission⁴, fut créé.

³ Loi adoptée à la suite de la grande dépression de 1929 et qui avait pour principal objectif de séparer les activités de dépôts et d'investissements des banques américaines.

⁴ La SEC a pour mission principale de réglementer et contrôler les marchés financiers.

Cette réglementation semble porter ses fruits, car une certaine forme d'accalmie marqua la sphère financière jusque dans les années 1980. Cette dernière prit fin avec la dérèglementation qui toucha la sphère financière sous l'impulsion du gouvernement Thatcher en Grande-Bretagne et du gouvernement Reagan aux États-Unis.

La dérèglementation financière qui eut lieu dans les années 80 a provoqué trois mutations structurelles majeures :

- une limitation progressive de la mainmise de l'État sur les activités des agents financiers,
- un décloisonnement des canaux financiers permettant aux agents d'accéder à des sources variées de financement,
- une désintermédiation se traduisant par une diminution du recours au financement bancaire au profit du financement de marché.

Dès lors, la sphère financière passa d'un système « *tightly controlled, nationally organized, and centered on commercial banking (taking deposit, making loans) to one that is self-regulated, global in reach, and centered on investment banking* » (Guttmann, 2009, p. 47). On parla alors de financiarisation de l'économie qui peut se définir comme « *le processus par lequel le marché financier a pris le rôle central dans le système économique basé sur la banque* » (Seccareccia, 2012, p. 282).

Cette dérèglementation et son pendant, la financiarisation de l'économie, sont souvent invoqués pour expliquer la résurgence de l'ingénierie financière et la multiplication des crises depuis les années 1980.

La crise des « dettes souveraines » qui frappa les pays en voie de développement à partir des années 1980 est une conséquence directe de la dérèglementation mondiale. En effet, dans les années 1970, suite aux chocs pétroliers et à la multiplication des prix du pétrole par quatre, les pays membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) accumulent des excédents d'épargne qu'ils cherchent à placer. Or, à cette époque, les dépôts à terme sont plafonnés par l'État américain suite à la réglementation Q⁵. Face à cette fuite d'une grande manne financière, les banques américaines contournèrent la réglementation en mettant en

⁵ La réglementation Q a été mise en place en 1930 et supprimée en 1986. Cette réglementation plafonnait les taux de rémunération des banques octroyant des emprunts ainsi que les taux des dépôts bancaires à terme.

place des filiales européennes pour attirer ce qu'on appela les « pétrodollars ». Elles utilisèrent ces liquidités pour prêter aux Pays en Voie de Développement (PVD), demandeurs de capitaux pour soutenir leur croissance. Ce marché des prêts internationaux permettant aux pays de l'OPEP de placer leurs excédents à court terme, et aux banques américaines de développer les prêts à long terme pour les PVD marqua le début de la crise des « dettes souveraines ». Face à cette abondance de liquidité, les conditions d'octroi des prêts se relâchèrent et certains PVD surendettés ne purent rapidement plus honorer leurs engagements. La crise commença avec le défaut de paiement du Mexique en 1982 et se poursuivit avec la crise des pays asiatiques. Elle nécessita le recours à un Prêteur de Dernier Ressort, le Fonds Monétaires International (FMI), qui déboursa 220 milliards de dollars pour soutenir les pays en crise.

Malgré la crise, ce marché de l'eurodollar a ouvert la voie à une déréglementation plus poussée à l'échelle mondiale. La réglementation Q fut supprimée en 1986, tandis que les places boursières du monde se déréglementaient progressivement, à l'image du Big Bang de la City. Cette déréglementation s'accompagna d'une multiplication des crises financières. En effet, entre 1987 et 1990, pas moins de trois crises se succèdent : le Krach de 1987, la crise des « Savings&Loans » (institutions bancaires dont les activités sont principalement consacrées aux épargnes et aux prêts), et celle des obligations de pacotille (Junk Bonds), appelées aujourd'hui obligations à haut rendement.

Le Krach de 1987 trouve sa source dans la hausse des taux d'intérêt à long terme décidé par le gouvernement Volcker pour lutter contre l'inflation, hausse qui attira les capitaux étrangers et provoqua une bulle sur le marché des actions. Le lundi 19 octobre 1987, appelé lundi noir, le cours de l'indice de la Bourse de New-York, le Dow Jones, chuta d'environ 23%. Cette crise a été fortement favorisée par l'innovation financière appelée assurance de portefeuille. Développée en 1976, cette innovation permet de protéger un portefeuille contre une baisse des cours financiers grâce à l'utilisation d'outils dérivés comme les options de vente. Ce type de couverture a favorisé la spéculation des acteurs du marché et la création de la bulle sur le marché des actions.

Deux années passent avant qu'une nouvelle crise financière ne secoue les États-Unis : la crise des « Savings & Loans ». Cette crise s'explique principalement par une mauvaise gestion des liquidités par les caisses d'épargne américaines. Ces dernières, pour soutenir leur offre de

crédit, s'appuyaient d'une part sur leurs dépôts et d'autre part sur des emprunts accordés par des banques commerciales. Une mauvaise gestion de leur offre de crédit, associée à un fort endettement provoqua l'insolvabilité d'un grand nombre d'entre elles (497 en septembre 1988 à titre d'exemple). Ayant emprunté à des banques commerciales, les caisses d'épargne entraînaient certaines banques commerciales dans leur chute comme la banque Continental Illinois Corp. Le risque économique représenté par la débâcle des caisses d'épargne et l'interdépendance de ces dernières avec certaines banques commerciales américaines poussa le gouvernement à agir. Le coût de cette crise fut estimé à 159 milliards de dollars en 1989.

Pas plus tard qu'en 1990, la crise des Junk Bonds (ou obligations pourries) secoue pour la troisième fois les États-Unis. Les obligations de pacotille ou Junks Bonds, innovation financière créée par Michael Milken et la banque Drexel Burnham Lambert qu'il dirigeait, peuvent se définir comme « *des obligations dont l'émetteur est classé en catégorie « spéculative » (ou encore "non investment grade") par les agences de notation⁶* ». En d'autres termes, ces obligations offrent aux investisseurs une rémunération très élevée contre le financement d'emprunteurs qui présentent un risque de défaut important. Cette innovation financière, en permettant aux entreprises à risque de se refinancer et aux investisseurs de toucher une rémunération importante, connut un franc succès. De nombreuses banques d'investissements intégrèrent cette innovation à leur offre de produits et, face à la forte demande du marché, commencèrent à en générer une grande quantité, souvent au détriment d'une analyse de la qualité des conditions d'attribution. En 1989, les taux de défaut sur les Junks Bonds commencent à se multiplier et la crise se déclencha avec la faillite de la banque d'investissement Drexel Burnham Lambert qui avait bâti sa fortune sur le commerce des Junks Bonds.

Entre 2000 et 2002, la relation entre innovation et crise financière est plus palpable que jamais avec le Krach de la bulle internet. L'apparition d'un marché des titres pour ce qu'on appelait alors la « nouvelle économie » s'est accompagnée d'un fort épisode de spéculation. Comme pour les crises précédentes que nous venons de décrire, la spéculation a fait monter de façon artificielle le cours du marché, ici l'indice du Nasdaq, et lorsque la bulle a explosé le cours s'est effondré faisant disparaître 5000 milliards de dollars de capitalisation boursière en l'espace de deux ans.

⁶Obliginvest, « définition des Junks Bonds ». Site *d'Obliginvest.com*, [En ligne]. <http://www.obliginvest.com/guides/junk-bonds-1112> (Page consultée le 13 juin 2014).

Suite à la multiplication des crises financières que nous venons d'évoquer succinctement, les innovations financières, qu'elles soient issues de l'ingénierie financière ou de l'ingénierie contractuelle, sont au cœur de nombreux débats quant à leur bien-fondé pour l'activité économique. Elles sont d'autant plus controversées depuis la crise des *subprimes* comme le prouve cette déclaration de Paul Volcker en 2009 : « *I wish someone would give me one shred of neutral evidence that financial innovation has led to economic growth – one shred of evidence* » (cité par Allen, 2012, p. 493).

Chapitre I : De l'essor à la crise du marché du Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) sur le territoire Nord-Américain

Ce chapitre vise dans un premier temps à présenter l'innovation financière que représente la titrisation, innovation financière qui maqua la naissance du PCAA. Puis, nous analyserons les raisons qui expliquent que les institutions financières bancaires et du *Shadow Banking* ont décidé d'intégrer cette innovation à leur modèle d'affaires. Enfin, nous verrons que la dérégulation, mais surtout la titrisation ont posé les bases du développement du marché des *subprimes* et de la crise la plus importante du 21^e siècle.

1.1. Aspects institutionnel du développement de la titrisation sur le territoire Nord-Américain

1.1.1. Développement de la titrisation sous l'impulsion du gouvernement américain

La titrisation peut se définir comme suit :

“Process of converting cash flow arising from underlying assets or debts (receivables) due to the originator (the entity which created the receivables) into a smoothed repayment stream, thus enabling the originator to raise asset-backed finance through a loan or an issue of debt securities – generically known as asset-backed securities or ABS – which is limited recourse in nature to the credit of the receivables rather than that of the originator as a whole, and the finance being self-liquidating in nature” (Deacon, 2004, p.1).

En d'autres termes, il s'agit « *d'un procédé qui consiste à transformer des actifs qui ne peuvent pas être négociés sur les marchés financiers en instruments d'emprunt négociables adossés à ces actifs* » (Selody et Woodman, 2009, p 57).

Cette opération financière est généralement le fait d'une institution financière (banques, sociétés de prêts...) qui, après avoir accordé des prêts, les transfèrent à une entité *ad hoc*, un *Special Purpose Vehicle* (SPV) ou conduit, qu'elle aura créé dans le seul but qu'il lui rachète ces actifs par l'émission de titres sur les marchés. Un conduit peut donc être comparé à « *une coquille transportant le risque sur le marché* » (Durant et Chneiweiss, 2008, p. 2).

Au début des années 1970, deux phénomènes concomitants expliquent le développement de cette innovation financière :

- le gouvernement américain se donne pour objectif de créer une « nation de propriétaires » et met en place des politiques qui favorisent l'accès à la propriété résidentielle,
- les banques font face à une forte demande de prêts hypothécaires, qu'elles ont des difficultés à accorder par manque de capacité de financement.

Pour atteindre son objectif et face aux difficultés qu'éprouvent les banques à répondre à l'essor de la demande de prêt, l'État décide de mettre en place un système d'assurance des crédits hypothécaires porté par trois agences : la Federal Home Loan Mortgage Corporation, la Federal National Mortgage Association et la Government National Mortgage Association (respectivement Freddie Mac, Fannie Mae et Ginnie Mae).

Ces trois organismes étatiques avaient pour mission d'inciter les établissements financiers octroyant des prêts, à augmenter leur offre de crédits. Pour ce faire, les agences ont dans un premier temps racheté les créances en prêts hypothécaires accordées par ces établissements financiers et ce faisant, leur ont permis de continuer leur activité. La titrisation est née de ce que ces mêmes agences ont à leur tour été limitées dans leur capacité de financement, et ont donc souhaité « *alléger leur propre portefeuille et les financer dans les meilleures conditions* » (Lautier et Simon, 2009, p. 1). Pour ce faire, elles développèrent un nouveau type d'innovation financière : l'émission de Titres Adossés à des Hypothèques (*Mortgage-Backed Securities* en terminologie anglo-saxonne). Les premières opérations de titrisation, consistant à transformer des prêts en titres et à vendre ces titres sur le marché, étaient nées. La première opération de titrisation de prêts hypothécaires fut réalisée par Ginnie Mae en 1970 (Bauwens et Walhin, 2008). Cette innovation a permis de soutenir le marché des prêts hypothécaires tant en termes d'offre que de demande, en libérant d'une part les établissements financiers de leur charge en capital, et en renforçant d'autre part la confiance des investisseurs dans le marché des titres adossés à des prêts hypothécaires grâce à la garantie étatique de ces derniers.

Très rapidement, le processus de titrisation fut enrichi par la mise en place de ce qu'on appela un conduit plus connu sous sa terminologie anglo-saxonne de *Special Purpose Vehicles*

(SPV). Un conduit peut se définir comme un véhicule ad hoc⁷ dont la création vise à « *détenir un portefeuille d'actifs financier au profit des détenteurs de titres ou investisseurs lors d'une opération de titrisation d'actifs*⁸ » (Na'im, 2006, p.3). Légalement ce véhicule est « bankruptcy remote », c'est-à-dire que les actifs qui lui ont été transférés sont à l'abri d'une faillite éventuelle de l'entité commerciale ou financière qui l'a créée. S'agissant d'un véhicule ad hoc et hors bilan, un conduit présente également les spécificités suivantes : (1) il est peu ou pas capitalisé, (2) il ne dispose pas d'employés, (3) sa gestion administrative est assurée par un établissement gestionnaire et encadrée par un cahier des charges bien précis, et (4) un gestionnaire d'actifs s'occupe de la gestion des actifs selon une convention d'administration et de gestion (Gorton et Souleles, 2007).

La création de cette nouvelle entité juridique « à l'abri des faillites » a permis d'attirer de nombreux investisseurs séduits par cette nouvelle forme de placement qui leur permettaient de diversifier leur portefeuille dans des titres dont les flux de trésorerie étaient indépendants du risque propre au cédant. Également, cette isolation des flux de trésorerie, rendue possible par le conduit, a renforcé la volonté de nombreux cédant de titriser leurs actifs, car les titres émis sont devenus une source de financement « *beaucoup mieux notée que la dette générale de l'initiateur* » (Document d'information LACC, 2008, p.17).

Face aux avantages que représente cette nouvelle innovation, tant pour le cédant que pour les investisseurs, la demande pour les titres adossés à des actifs (TAC) va croissante et de nombreuses institutions financières commencent à pratiquer la titrisation. À la fin des années 1980, la titrisation est en vogue : elle est pratiquée par un nombre grandissant d'acteurs du marché et touche des classes d'actifs de plus en plus larges (automobiles en 1985, carte de crédit en 1986, etc.).

1.1.2. Développement de la titrisation sous l'impulsion des banques américaines

La firme bancaire a connu de profondes mutations sur ces trente dernières années. Tandis que jusqu'aux années 1980 elle représentait une alternative au marché et finançait l'économie en

⁷ Société créée dans un but bien précis et qui n'existe que tant que ce but doit être réalisé. En savoir plus sur http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_entite-ad-hoc.html?m3ggFyruHLbg2qWP.99.

⁸Librement traduit de: "*hold a pool of financial assets for the benefit of the security holders, or investors in an asset securitization.*"

effectuant de la transformation d'échéance, la dérèglementation mondiale initiée sous l'impulsion du gouvernement américain Reagan va l'inciter à faire évoluer son modèle d'affaires.

Favorisée par le strict contrôle du système financier par l'État, l'activité de transformation des échéances de la firme bancaire, qui reposait sur la collecte des dépôts, faisait d'elle un acteur clé du fonctionnement économique des années 1980 dans la mesure où elle était la « *seule à pouvoir arracher les paris sur l'avenir au carcan de l'épargne disponible* » (Aglietta, 2008, p. 70). Cette activité de financement de l'économie était effectuée selon un modèle d'affaires de type *Originate to Hold* où la firme bancaire conserve à son actif les créances qu'elle octroie. Ce modèle d'affaires va être amené à changer suite aux fortes tensions auxquelles va être soumis le paysage bancaire à partir des années 1980.

En effet, cette époque marque le début d'une dérèglementation globale du secteur financier. Cette dérèglementation va avoir plusieurs conséquences « désastreuses » pour la firme bancaire. En premier lieu, elle va conduire à un décloisonnement des canaux financiers, ce qui va permettre aux agents économiques (entreprises, particuliers, États, etc.) d'accéder à des sources variées de financement. Il y a donc eu une augmentation du pouvoir de marché des demandeurs de financement au détriment de la firme bancaire. En second lieu, cette dérèglementation globale marque l'avènement d'une hausse de la concurrence entre banques nationales du fait de l'ouverture des marchés, et surtout de l'apparition de banques universelles américaines. En effet, jusqu'en 1999, le système bancaire américain est cloisonné par le *Glass Steagall Act* qui limite les activités bancaires en séparant les activités de collecte de dépôt des activités de banque d'investissement (en d'autres termes, cette loi interdit l'existence de Banques Universelles). À la suite de l'abrogation de cette loi par la *Gramm-Leach Bliley Act*, les banques américaines ne sont plus freinées dans leur ascension des marchés européens dominés par des banques universelles.

Face à la désintermédiation de la finance née de la dérèglementation, les bilans bancaires sont donc soumis à de fortes tensions :

- à l'actif, les demandes de financement diminuent du fait de l'ouverture des marchés tandis que la hausse généralisée de la concurrence entre banques, et entre banques et marchés rogne les rendements des firmes bancaires,

- au passif, la firme bancaire est confrontée à une fuite des dépôts vers de nouvelles sources de placement. De plus, suite à la multiplication des crises financières, le régulateur a pris conscience que « *les établissements de crédit ont des particularités qui confèrent à leurs défaillances des conséquences plus graves sinon de nature différente (ndlr. que des entreprises non financières)* » (Pollin, 2007, p. 16). Aussi, la firme bancaire est-elle soumise à un contrôle prudentiel de plus en plus important (contrôle qui vise principalement à établir des ratios de fonds propres et de liquidités) comme en témoignent les derniers accords de Bâle⁹.

Face à cet environnement turbulent, les banques ont souhaité intégrer la titrisation à leur modèle d'affaires pour pouvoir attirer une nouvelle manne d'investisseurs, se libérer d'une partie de leur charge en capital et se refinancer à moindre coût. En 1977, soit moins de 10 ans après la création de la titrisation, Bank of America effectue la première opération de titrisation bancaire.

1.1.3. Reprise de l'innovation par l'État canadien

Le développement de la titrisation au Canada s'est fait plus tardivement en suivant un schéma similaire à celui des États-Unis. En effet, c'est sous l'impulsion du gouvernement canadien qui souhaite développer le marché des prêts hypothécaires que la titrisation émerge. À l'image de Freddie Mac et de ses consœurs, la Société Canadienne d'Hypothèques et de Logement (SCHL), organisme gouvernemental qui vise principalement à garantir des prêts hypothécaires pour faciliter l'accès des canadiens à la propriété, intègre la titrisation dans son modèle d'affaires en 1986 sous la forme d'un programme d'émission de titres hypothécaires LNH. Le but visé par le gouvernement est alors « *d'accroître l'offre de fonds à faible coût pour les prêts hypothécaires résidentiels et de maintenir le coût du crédit hypothécaire aussi bas que possible pour les propriétaires-occupants* »¹⁰.

L'essor du marché des prêts titrisés fut, comme aux États-Unis, favorisé en 1980 par un amendement à la législation sur les banques. Cet amendement a permis aux banques canadiennes, d'une part de créer leurs propres filiales hypothécaires, et d'autre part de financer les activités de ses filiales en ayant recours à « *des dépôts auxquels ne s'appliquaient*

⁹ Pour aller plus loin, voir : Livre Blanc, «Bâle III », Lyon place financière et tertiaire (2013)

¹⁰ Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement, Historique de la SCHL, *Site de la SCHL*, [En ligne]. <http://www.cmhc.ca/fr/inso/info/hi/index.cfm> (Page consultée le 16 juin 2014).

pas les exigences en matière de réserves obligatoires » (Allen et al., 2007, p. 38). Suite à cette loi, la titrisation est devenue « une autre avenue qui s'ouvrait aux banques pour abaisser le coût de financement hypothécaire » (Racicot et al., 2014, p. 10).

Mêmes causes, mêmes conséquences : face à la dérèglementation, les banques canadiennes font face à une fuite des dépôts et à une hausse de la concurrence, en particulier des suites de l'amendement à la législation sur les banques, qui en 1980 autorise l'entrée des banques étrangères sur le marché canadien. Comme les banques américaines, elles sont donc séduites par les avantages que représente la titrisation et l'intègrent peu à peu à leur modèle d'affaires.

1.2. Aspects institutionnels de la crise de 2008

1.2.1. Tandis que les États-Unis sont frappés par la crise des PCAA subprimes...

1.2.1.1. D'une croissance exponentielle du marché des subprimes...

Les prêts *subprimes* sont définis de manière très précise par la Réserve Fédérale des États Unis : « les prêts *subprimes* consistent à accorder des prêts hypothécaires à des emprunteurs qui présentent des caractéristiques indiquant un risque plus élevé de défaut que des emprunteurs traditionnels¹¹ » (Commercial Bank Examination Manual, 2007, section 2133-1, page 1). Les cinq caractéristiques (non cumulatives) faisant entrer un emprunteur dans la catégorie *subprimes* sont les suivantes :

- « deux périodes ou plus de défauts de paiement de plus de 30 jours sur les 12 derniers mois ou une période ou plus de défaut de paiement de plus de 60 jours sur les 24 derniers,
- jugement, saisie, reprise de propriété ou perte dans les 24 derniers mois,
- faillite dans les 5 dernières années,
- haute probabilité de défaut comme en témoigne par exemple un score de risque de crédit (FICO) de 660 ou moins (selon le produit ou collatéral) ou d'autres scores témoignant d'une haute probabilité de défaut,
- ratio prêt/valeur de 50% ou plus ou encore une capacité limitée à couvrir les frais de subsistance mensuels de la famille après déduction du montant total de la dette

¹¹Traduction libre de: "Subprime lending involves extending credit to borrowers who exhibit characteristics that indicate a significantly higher risk of default than traditional bank lending customers."

mensuelle du revenu mensuel »¹²(Commercial Bank Examination Manual, 2007, section 2133-1, page 1).

Alors que le marché des crédits *subprimes* représentait jusqu'aux années 1990 une portion très faible du marché total des crédits hypothécaires, il atteint en 2005 une part de 20% de la totalité des prêts (The American Bar Association Annual Meeting, 2007, p.1). Le marché a connu une croissance exponentielle entre 2001 et 2006, période durant laquelle « *les montants ont été multipliés par 7 pour passer de 94 à 685 milliards de dollars* » (Artus et al., 2008, p. 28). Comme nous allons le voir, le cadre institutionnel et surtout la pratique de la titrisation par les banques commerciales expliquent en majeure partie le fort développement du marché des *subprimes*.

Malgré la mise en place d'un système d'assurance des crédits hypothécaires porté par trois agences gouvernementale, la croissance du marché demeurait limitée par les lois usuraires présentes aux États-Unis à cette période. En effet, un certain nombre de lois limitaient la capacité des établissements financiers (banques, prêteurs hypothécaires...) à faire porter aux emprunteurs le risque de crédit qu'ils estimaient approprié. Ce plafonnement des taux d'intérêt limitait la propension des établissements financiers à octroyer des prêts à des emprunteurs dont le risque était trop élevé, de peur que ces prêts soient refusés à l'achat par les agences gouvernementales. Les établissements financiers auraient alors dû conserver ces prêts dans leur bilan avec un taux d'intérêt ne reflétant pas le risque réel de l'emprunteur. Le gouvernement américain conscient de ce phénomène promulgua en 1980, le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, qui fit disparaître le plafonnement des taux. Les établissements financiers pouvaient donc faire supporter aux emprunteurs à risque le taux d'intérêt préconisé par leurs modèles de calcul du risque de crédit.

D'autres lois posèrent les bases du développement du marché des *subprimes* dans les années 1970-1980. En particulier le *Community Reinvestment Act* qui en 1977 oblige « *les institutions financières (banques et caisse d'épargne) à répondre aux besoins de crédit des communautés*

¹²Librement traduit de : "two or more 30-day delinquencies in the last 12 months, or one or more 60-day delinquencies in the last 24 months; judgment, foreclosure, repossession, or chargeoff in the prior 24 months; bankruptcy in the last five years; relatively high default probability as evidenced by, for example, a credit bureau risk score (FICO) of 660 or below (depending on the product or collateral), or other bureau or proprietary scores with an equivalent default probability likelihood; or debt-service-to-income ratio of 50 percent or greater, or an otherwise limited ability to cover family living expenses after deducting total monthly debt-service requirements from monthly income."

locales au sein desquelles elles opèrent, y compris dans les quartiers à revenu faible ou modéré » (Artus, 2008, p. 34). Cette loi en créant une offre de prêts destinés aux personnes résidant dans les quartiers pauvres marqua la naissance des prêts *subprimes*. En 1982, le *Parity Act* permit aux établissements financiers d'offrir des produits de prêts « hybrides ». On parla de prêts hybrides, car avant la promulgation de cette loi, les prêts hypothécaires ne pouvaient être accordés qu'à taux fixes. Enfin, le *Tax Reform Act* offrit aux emprunteurs la possibilité de déduire les intérêts de leurs emprunts résidentiels, tout en leur interdisant la déduction des intérêts liés aux prêts à la consommation.

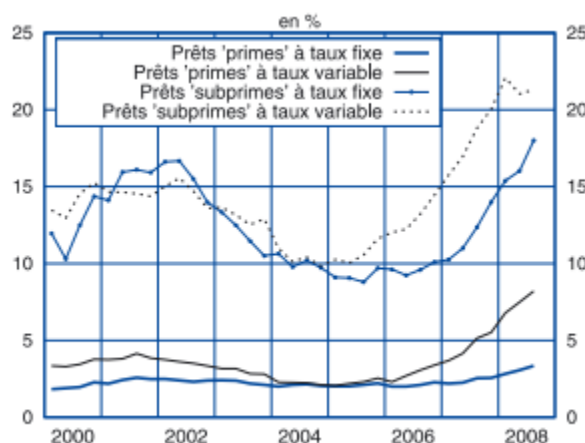
La dérégulation des années 1980 a posé les bases pour le développement du marché des *subprimes* mais « *la croissance de l'industrie des subprimes est attribuable à l'augmentation de l'accès aux marchés des capitaux grâce au mécanisme de la titrisation des prêts*¹³ » (Palepu, 2012, p.2). En effet, la titrisation en permettant aux firmes bancaires de se refinancer et de se libérer des risques associés aux crédits octroyés, a grandement contribué au développement du marché. La titrisation a d'autant plus œuvré pour l'essor du marché des *subprimes* que les titres adossés à des crédits *subprimes* ayant un fort rendement (du fait du risque), les investisseurs, confrontés à des taux bas sur les marchés, ont été demandeurs de ce type de prêts.

1.2.1.2. ...À la crise la plus importante du 21^e siècle

L'essor du marché s'est accompagné d'une modification de l'offre par les institutions financières : la gamme de prêts proposés s'élargit et ces prêts furent accordés à des personnes qui avaient des moyens limités pour honorer leurs engagements. Aussi, lorsqu'en 2005 la FED durcit sa politique monétaire, une multitude de prêts *subprimes* commencent à faire défaut.

¹³Librement traduit de : “*The subprime industry’s growth was driven by an increase in access to capital markets through loan securitization—the pooling and reselling of loans to investors—in the 1990s and early 2000s.*”

Schéma n°1 : taux de défaut pour les principales catégories de prêts

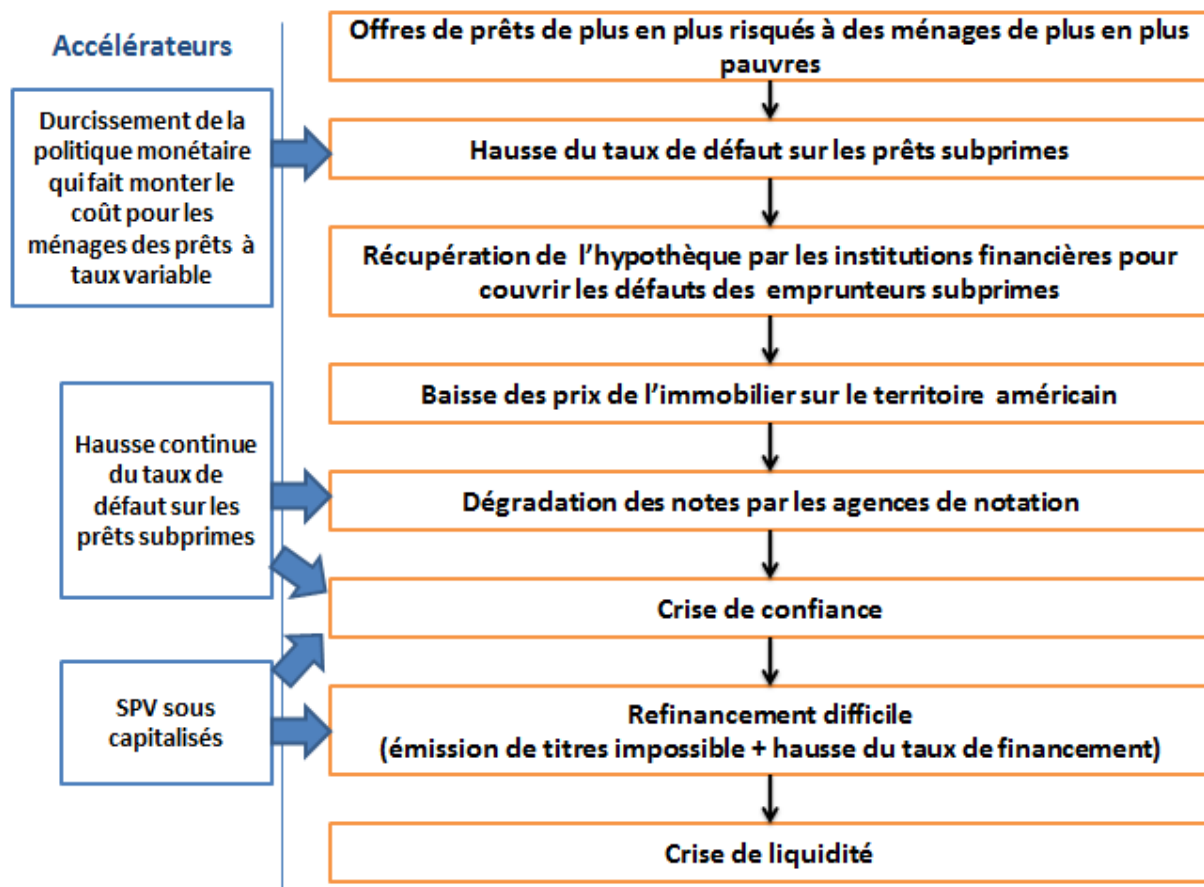


Source : Bricongne J. C., Lapègue V. et Monso O. (2009), « La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique », INSEE, Note de conjoncture, p. 28

Le fait que des institutions financières réalisant de l'intermédiation aient proposé des produits de plus en plus risqués tout en « *desserrant le crédit pour permettre au secteur des ménages de prendre une charge croissante de dettes (sans une hausse concomitante du revenu disponible)* » (Seccareccia, 2012, p. 282) fut la raison principale expliquant la multiplication des défauts sur les crédits *subprimes*.

Cette multiplication des défauts pousse les institutions financières à récupérer les actifs servant de garantie sous-jacente aux prêts, c'est-à-dire les maisons sur lesquelles les titres sont adossés. La multiplication des saisies provoque alors une chute des prix de l'immobilier. Dès lors, la crise est amorcée. Les défauts de remboursement et la chute des prix de l'immobilier provoquent une dégradation de la note des titres adossés à des crédits *subprimes* par les agences de notation. Le marché se reposant principalement sur ces notations perd confiance dans les titres adossés à des prêts hypothécaires.

Schéma n°2: les étapes clés de l'explosion de la crise des *subprimes*



Source : auteur

Le 15 septembre 2008, le gouvernement américain décide de ne pas sauver la banque d'investissement Lehman Brothers de la faillite. La panique s'empare alors des marchés provoquant une crise de liquidité sans précédent et des faillites à répétition. Loin de s'arrêter aux États-Unis, la récession est mondiale et dévoile « *la gestion insuffisante et la concentration des risques du système financier ainsi que la complexité des liens qui pouvaient unir entre elles ces institutions* » (Matherat, 2013, p. 162).

La multiplication des défauts de crédit provoqua deux phénomènes concomitants qui dégradèrent le bilan des institutions financières et causèrent leur faillite :

- la valeur des titres chuta du fait de la perte de confiance des marchés. Cette chute réduisit la capacité des établissements financiers à se financer, ou fit directement chuter la valeur des bilans à concurrence des titres conservés au sein des bilans,

- la baisse des prix de l'immobilier empêcha les établissements financiers de couvrir leurs pertes par le biais des hypothèques.

La crise fut particulièrement rapide et importante, car les institutions financières du *Shadow Banking* ne disposant pas de fonds propres (ou alors très peu) se retrouvèrent dans l'incapacité de faire face à un assèchement des liquidités sur le marché. Lorsque la crise arriva, elles ne purent pas céder les prêts en leur possession du fait de la défiance des marchés. Ne pouvant financer ces prêts par fonds propres et ne pouvant pas non plus les revendre, elles devinrent insolvables. Le 6 novembre 2008, Dominique Strauss Kahn, alors patron du Fonds Monétaire International, fit état d'une récession mondiale.

Face à la crise des *subprimes* et à la chute des bourses et des institutions financières, les États-Unis décident d'intervenir pour éviter une situation semblable à celle de la grande dépression de 1929 marquée par une chute de 90% de la valeur du Dow Jones¹⁴, des faillites en masse et une explosion du taux de chômage. Ils initient en septembre 2008 le Plan Paulson, du nom du secrétaire américain au Trésor, et rachètent pour 700 milliards de dollars de Titres Adossés à des Créances Hypothécaires. Ce plan, vivement critiqué, tant par certains membres du gouvernement que par la population, sera modifié par la suite. Le nouveau plan de sauvegarde mis en place consista à faire entrer le Trésor américain dans la gouvernance et au capital de certaines institutions financières, autant pour les contrôler que pour leur fournir les liquidités nécessaires à leur survivance.

Tandis que l'État sauvait les banques, d'autres parties prenantes étaient laissées pour compte, car il ne faut pas oublier que la dilution de la qualité des prêts dans le processus de titrisation a fait perdre des millions à des investisseurs institutionnels et donc a fait disparaître l'épargne de nombreux particuliers. De plus, les pratiques de prêts abusives ont conduit de nombreuses institutions financières à accorder des prêts à des personnes qui avaient des moyens limités pour honorer leur engagement. Ces mêmes personnes ont dû faire face à des recours judiciaires et dans de nombreux cas ont perdu leur maison qui était donnée en garantie.

Il semblerait que les pertes énormes engendrées par la crise aient fait oublier que « *les effets induits ont des voix, des yeux, des visages et des larmes* » (Beck, 1986 cité par Fimbel et Karyotis, 2011, p. 299).

¹⁴ Indice de la bourse de New York.

1.2.2. C'est le marché du PCAA Non Bancaire qui s'arrête au Canada

1.2.2.1. Présentation du marché canadien de la titrisation

Le marché canadien se divise en quatre catégories (Gravelle et al., 2013) :

- 1- la titrisation de prêts hypothécaires assurés par l'État,
- 2- les opérations de pension,
- 3- le marché monétaire,
- 4- la titrisation privée.

Nous allons présenter succinctement les opérations de pension et du marché monétaire pour nous focaliser plus spécifiquement sur le marché de la titrisation privée, objet de la crise de 2007/2008.

Les opérations de pension sont de deux types : les prises et les mises en pension. « *Une mise en pension est un mécanisme d'emprunt par lequel une partie vend temporairement des titres qu'elle convient de racheter à une date ultérieure. Inversement, une prise en pension est une opération de prêt reposant sur l'achat temporaire de titres* » (Banque du Canada, 2013, p. 65).

L'activité de *Shadow Banking* sur le marché monétaire est réalisée par différents types de fonds qui « *investissent dans les titres à revenu fixe à court terme bien notés et très liquides* » (Banque du Canada, 2013, p. 66)

La titrisation de prêts hypothécaires assurés par l'État représentait 157 milliards de dollars en 2007 (Gravelle et al, 2013). Le marché de la titrisation de prêts assurés par le gouvernement repose essentiellement sur la SCHL créée en 1987 et qui, depuis sa création, a titrisé l'équivalent de 1197 milliards de dollars de prêts hypothécaires (Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement, 2013). Deux formes de titrisation sont effectuées : l'émission de titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi Nationale sur l'Habitation* (TH LNH) et l'émission d'obligations hypothécaires du Canada (OHC). Les TH LNH sont des « *titre représentant un intérêt indivis dans un bloc de prêts hypothécaires à l'habitation, qui sont assurés par la SCHL ou par un assureur autorisé du secteur privé, et qui bénéficie du*

cautionnement de paiement périodique dans le cadre des activités de titrisation de la SCHL» (Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement, 2013, p. 172). Les OHC sont des « *Obligations à échéance in fine (valeur nominale payable à l'échéance) assorties soit d'un coupon semestriel à taux fixe, soit d'un coupon trimestriel à taux variable. Les OHC sont émises par la Fiducie du Canada pour l'habitation* » (Rapport d'activité de la SCHL, 2013, p. 171).

La titrisation privée repose sur deux instruments financiers : le Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA) et les Titres Adossés à des Actifs (TAA). Les PCAA et les TAA « *résultent d'une opération de transformation de la liquidité, dans le cadre de laquelle des actifs relativement peu liquides (créances sur cartes de crédit, prêts hypothécaires, prêts et crédit-bail automobiles, etc.) sont regroupés pour créer des titres à revenu fixe pouvant se négocier sur les marchés* » (Banque du Canada, 2013, p. 64). Le secteur bancaire canadien étant oligopolistique, sept acteurs se partagent 90% du marché bancaire global et sont « *les principaux promoteurs des programmes actuels de titrisation privée* » (Banque du Canada, 2013, p. 64). Il s'agit de la Banque de Montréal, la Banque Canadienne Impériale, La Banque Nationale du Canada, La Banque Royale du Canada, la Banque de Nouvelle-Ecosse, la Banque Toronto-Dominion et Merrill Lynch.

Le marché canadien de la titrisation « *s'est historiquement centré sur l'émission de PCAA*¹⁵ » (Deancon, 2004, p.8). Les chiffres parlent d'eux-mêmes : « *avant la crise financière, l'encours du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a atteint un sommet de 120 milliards de dollars, qui représentaient 50% du volume des titres privés du marché monétaire* » (Selody et Woodman, 2009, p. 57).

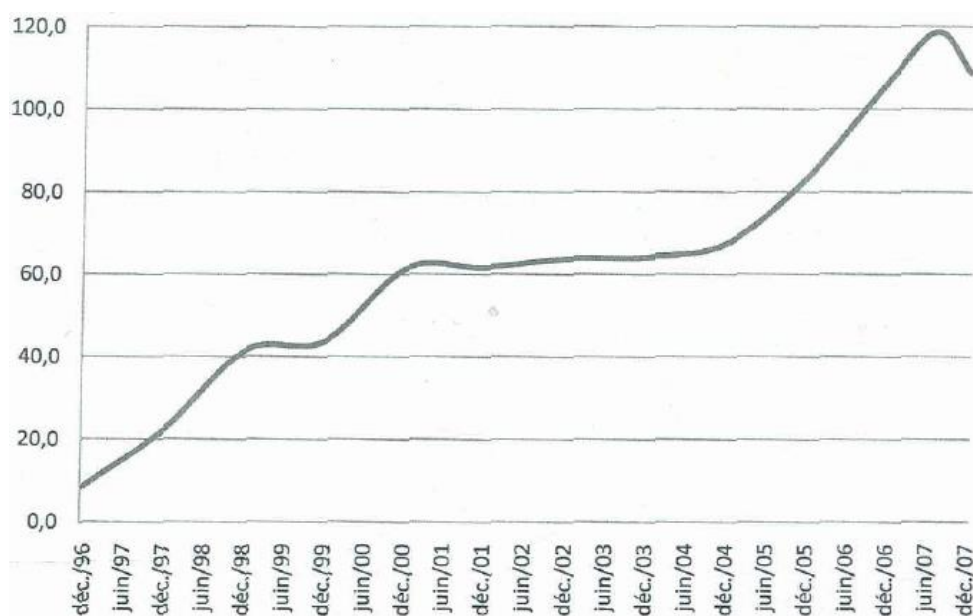
Le PCAA est « *une créance à court terme adossée à une variété d'instruments financiers* » (rapport annuel 2008 de la caisse de dépôts et placement du Québec, cité par Cloutier, 2009¹⁶). Cet instrument financier qui est apparu dans les années 1980 sur le marché de la titrisation canadienne a connu un essor fulgurant à partir de 1997, et ce, jusqu'à la crise du PCAA canadien, car il représentait pour les investisseurs une « *substitution nécessaire aux*

¹⁵Librement traduit de: "has historically focused on ABCP issuance."

¹⁶ Cloutier, P. (2009), « La douloureuse aventure du PCAA ». *Site de l'action nationale*, [En ligne]. <http://www.action-nationale.qc.ca/2011-06-30-23-44-4/numeros-2009/120-mai-juin-2009/229-la-douloureuse-aventure-du-pcaa#footnote-474575-2> (Page consultée le 26/06/2014).

titres gouvernementaux compte tenu de la réduction des émissions de même nature du gouvernement fédéral » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.11).

Graphiquen°1 : Croissance du marché du PCAA Canadien de 1997 à 2007 en milliards de dollars CAD



Source : Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.11.

1.2.2.2. La crise du PCAA

Tandis qu’aux États-Unis, la crise est venue du marché des prêts *subprimes*, au Canada, « *ce n’est pas la titrisation des hypothèques résidentielles qui a dérapé [...], c’est plutôt le Papier Commercial Adossé à des Actifs qui a fait problème* » (Racicot et al., 2014, p. 22). Néanmoins, la crise du PCAA est directement corrélée à la crise des *subprimes* dans le sens où cette dernière a provoqué une perte de confiance généralisée, perte de confiance qui s’est propagée des États-Unis aux investisseurs canadiens de Papier Commercial Adossé à des Actifs.

Lorsque les échos de la crise qui touchait les États-Unis arrivèrent aux investisseurs canadiens, nombre d’entre eux commencèrent à s’interroger sur la qualité des sous-jacents des PCAA qu’ils avaient achetés ou qu’ils envisageaient d’acheter. S’agissait-il de bons sous-jacents, se pouvait-il que certains PCAA soient adossés à des prêts *subprimes* canadien ou américain ?... Face à la défiance grandissante des investisseurs pour le PCAA, les opérations

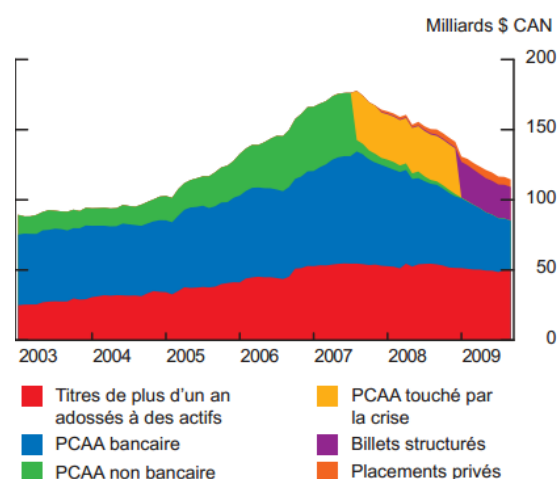
de renouvellement (c'est-à-dire les émissions de nouveaux PCAA) devinrent de plus en plus difficiles. Or, le renouvellement en continu du PCAA était la clé de voute du fonctionnement du marché. La crise de confiance s'aggrava donc, car à la crainte de voir les PCAA adossés à des actifs de mauvaise qualité, s'ajouta la crainte de voir les titres devenir insolubles.

Trois évènements de marché consécutifs marquèrent la généralisation de la crise de confiance des investisseurs à tous les acteurs de marché : trois conduits Bear Stearns et trois conduits BNP Paribas firent face à une crise de liquidité qui se traduisit par leur insolvabilité. Ces évènements renforcèrent la défiance des investisseurs, car :

- certains de ces conduits avaient investi dans des prêts *subprimes*,
- les PCAA de ces conduits devinrent insolubles,
- ces PCAA avant d'être gelés étaient notés AA ou plus par DBRS.¹⁷

En août 2007, avant que la confiance dans les PCAA ne s'érode, le marché des Titres Adossés à des Créances Canadien équivalait à 176,7 milliards de dollars CAD. Sur ces TAC, 116,8 milliards de dollars CAD étaient des PCAA. Tandis que les banques (dont le PCAA en circulation représentait 47% du marché) soutenaient leurs conduits, les programmes d'émission des promoteurs de PCAA non bancaire ne furent pas soutenus par les fournisseurs de liquidités. 22 conduits se trouvèrent en situation d'insolvabilité et leur PCAA fut gelé le 14 août 2008 (comme on peut le voir sur le schéma ci-dessous).

Graphique n° 2 : ascension et déclin de la titrisation au Canada



Source : Selody, J. et Woodman, E., (2009), « La réforme de la titrisation », *Revue du Système Financier*, p. 57.

¹⁷ Agence de notation canadienne spécialisée dans la notation des TAC.

Suite au gel du marché, l'agence de notation DBRS analysa le PCAA : sur les 32 milliards, de dollars CAD seul 7% des PCAA étaient adossés à des crédits *subprimes* (Bérubé, 2007 ; Desjardins, 2007 ; Desjardins, 2009). La crise du PCAA, contrairement à la crise des *subprimes*, est donc née d'une perte de confiance généralisée des investisseurs. Bien que la qualité des sous-jacents des opérations était bonne, face au manque de transparence du marché les investisseurs ne purent le constater. Loin de s'apaiser, les craintes augmentèrent proportionnellement à la crise des *subprimes* et l'achat de PCAA se stoppa, provoquant une crise de liquidité des conduits.

Pour sortir de la crise, des investisseurs dont le PCAA était gelé s'organisèrent en comité. Ce comité décida de mettre en place un plan de transaction, connu sous le nom d'Accord de Montréal, que le président du comité, Maître Purdy Crawford désigna comme « *la tâche de restructuration [...] la plus complexe et à plus grande incidence que je n'ai jamais rencontrée en 50 ans de carrière en droit et en affaires* » (Bérubé, 2007).

C'est cette restructuration que nous allons analyser aux chapitres 3 et 4 de notre mémoire.

Chapitre II : Analyse de la littérature autour du modèle d'affaires du PCAA

2.1. Analyse des théories utilisées en sciences de gestion autour du modèle d'affaires du PCAA

2.1.1. Théorie positive de l'agence

Nous allons mobiliser la théorie de l'agence pour souligner les coûts d'agence nés du modèle d'affaires du PCAA

Comme le souligne Charreaux (1998), « l'idée qui sous-tend cette théorie [la TPA] est d'une simplicité extrême » (p.3). Cette théorie postule que l'organisation est soumise à des « frictions légales » (Jensen et Meckling, 1976) et vise à les réduire pour permettre le développement d'une coopération efficace en son sein.

La coopération efficace doit être mise en œuvre dans le cadre d'une organisation composée d'une multitude de relations d'agences, définie comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique la délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen et Meckling, 1976, p.5).

Dans la mesure où les membres de l'organisation cherchent à maximiser leur utilité (ils sont opportunistes et rationnels dans le modèle), il est fort possible que « l'agent n'agira pas toujours dans l'intérêt du principal » (Jensen et Meckling, 1976, p.5). Aussi, la coopération efficace ne peut exister qu'en présence d'une gouvernance disciplinaire qui repose sur :

- (1) une autorité hiérarchique visant à contrôler l'agent,
- (2) des mécanismes organisationnels visant à évaluer et inciter l'agent.

Sans la conjonction de ces deux éléments de gouvernance, il est peu probable, selon les tenants de la TPA, que les intérêts des parties prenantes d'une organisation soient alignés.

Dans leur article de 1992 “*Specific and General Knowledge and Organizational Structure*”, Jensen et Meckling prolongent les apports de la TPA. Le but de cet article est de proposer une théorie de l'architecture organisationnelle qui permette de diminuer les coûts d'agences définis comme « la somme des coûts de conception, de mise en œuvre et de maintien des

systemes de contrôle et de motivation appropriés et les pertes résiduelles résultant de la difficulté à résoudre ces problèmes complètement » (Jensen et Meckling, 1992, p. 17).

Pour les auteurs, l'impossibilité d'aliéner les droits de propriété dans une organisation explique l'existence de coûts d'agences. En effet, le droit de propriété complet est un mécanisme incitatif extrêmement puissant puisqu'« *il récompense et punit les agents en leur imposant la valeur capitalisée des coûts futurs et les bénéfices de leurs décisions* » (Jensen et Meckling, p.16). Tandis que sur le marché l'aliénabilité des droits assure automatiquement la partition des droits et le contrôle des agents¹⁸, son absence au sein des organisations implique que les droits de décision ne sont pas automatiquement associés aux détenteurs de la connaissance pertinente, et que les acteurs ne sont pas automatiquement incités à utiliser leurs droits dans l'intérêt de l'organisation.

Aussi, pour Jensen et Meckling (1992), la performance de l'organisation dépend donc de deux éléments :

- (1) sa capacité à « effectuer une colocalisation efficace des droits décisionnels et de la connaissance spécifique :
 - en transférant la connaissance à ceux qui détiennent les droits décisionnels ou,
 - en transférant les droits décisionnels à ceux qui détiennent la connaissance » (p. 4).
- (2) sa capacité à résoudre les problèmes organisationnels qui naissent de cette colocalisation (en particulier l'asymétrie d'information et les conflits d'intérêts), par la mise en place d'un système de contrôle.

2.1.2. Théorie des coûts de transaction

Nous allons utiliser la théorie des coûts de transactions pour mettre en lumière les changements de modes de gouvernance liés au modèle d'affaires du PCAA ainsi que pour analyser les formes contractuelles qui se créent sur la chaîne de valeur du PCAA.

La TCT part de deux postulats sur les individus : ces derniers ont une rationalité limitée et sont opportunistes. Aussi, en plus des coûts de production, une firme subira des coûts de transaction définis comme « *les coûts de tout le traitement de l'information nécessaire à la*

¹⁸ Ce postulat est à nuancer suite aux nombreux travaux plus récents qui prouvent l'existence d'aléa moral et d'asymétrie informationnelle sur les marchés.

coordination du travail des personnes et des machines qui exécutent les principaux processus » (Transaction Cost Economics, 2009 cité par Wang, 2012, p. 1511).

Pour la TCT, les coûts de transaction peuvent être limités par l'adoption d'un mode de gouvernance fonction des caractéristiques de la transaction. Ces caractéristiques sont au nombre de trois : la spécificité des actifs, la fréquence des transactions et le degré d'incertitude. À partir de cette typologie, *« le choix entre marché et hiérarchie repose en définitive sur un arbitrage entre la force incitative propre aux mécanismes de marché fondés sur les règles, et l'adaptabilité qu'apporte le pouvoir discrétionnaire de la hiérarchie »* (Williamson, 1990, p.15).

Tableau n°1 : Mode de gouvernance efficient selon Williamson¹⁹

		Spécificité des actifs		
		Faible	Moyenne	Forte
Fréquence des contrats	Occasionnelle	Gouvernement par le marché	Gouvernement trilatéral Contrat néo-classique	
	Récurrente	Contrat classique	Gouvernement bilatéral Contrat personnalisé	Gouvernement unifié Contrat personnalisé

Pour Williamson, le degré de spécificité des actifs et la fréquence des contrats déterminent le mode de gouvernance le plus efficient pour une organisation (entre la firme, le marché et hybride).

Plus la fréquence des transactions augmente, plus il est efficient de passer par la hiérarchie, car il existe une dépendance forte entre les parties. De même, plus la spécificité des actifs augmente, plus l'incertitude augmente et donc plus il est efficient de passer par la hiérarchie.

¹⁹Williamson, 1985, Les institutions de capitalisme, InterEditions, 1994 p.106, cité dans la note pédagogique pour une présentation P. Romelaer (2013).

La spécificité des actifs, éléments clés dans le choix de la gouvernance, touche six caractéristiques de l'actif : le site, les actifs physiques, les actifs humains, les actifs dédiés, le capital de marque et la spécificité temporelle.

L'internalisation des transactions qui nécessitent un investissement spécifique permet, de limiter les coûts de transaction liés à la rationalité limitée et à l'opportunisme, car :

- « *quand la transaction est internalisée il n'est pas nécessaire de chercher à prévoir ses éventualités, car elles peuvent être traitées dans la gouvernance de la firme au lieu de mener à de complexes négociations [...]*,
- *la bonne foi est impossible à mettre en place sans la hiérarchie* » (Granovetter, 1985, p. 493).

2.2. Analyse de la littérature sur le modèle d'affaires du PCAA

Cette revue de littérature a pour objet de mettre en lumière les problèmes principal/agents soulignés dans la littérature qui naissent du modèle d'affaires du PCAA.

La première partie s'attachera à analyser les conséquences de l'asymétrie d'information et des incitations sur la prise de risque excessive des parties prenantes du modèle d'affaires du PCAA ***avant la transformation des prêts en titres***.

La seconde partie vise à mettre en exergue les conséquences de l'asymétrie d'information sur la hausse de la sélection adverse des parties prenantes du modèle d'affaires du PCAA ***lors de la transformation des prêts en titres***.

2.2.1. Une prise de risque excessive liée à des problèmes d'agence lors de la cession des prêts

Cette première partie de notre revue de la littérature vise à faire émerger les problèmes de gouvernance majeurs nés du modèle d'affaires du PCAA, qui expliquent en majeure partie la prise de risque excessive des institutions financières bancaires et non bancaires.

2.2.1.1. Une hausse de l'asymétrie d'information couplée à un mauvais alignement des incitations...

2.2.1.1.1. Un modèle d'affaires opaque

Une opération de titrisation fait intervenir huit acteurs clés. En premier lieu, le **cédant**²⁰ se situe en amont de toute opération de titrisation, car c'est l'institution financière qui se libère des actifs qui seront titrisés (prêts hypothécaires, carte de crédit...) en les cédant à un conduit. Puis, un **promoteur**²¹ intervient avant la cession des actifs au conduit. Le rôle de promoteur peut être assuré par une banque ou par une institution du *Shadow Banking* (sociétés de prêts et de location, sociétés de crédit, des caisses populaires...). Il consiste principalement à acquérir des créances, les structurer et les céder à un conduit. Souvent, le rôle de cédant et de promoteur se confond, dans le sens où le promoteur se charge également d'accorder des prêts (pour ensuite les transférer à un conduit), soit dans le cadre d'une relation directe avec l'emprunteur, soit par l'intermédiaire de courtiers.

Une fois les créances transférées au conduit, trois acteurs interviennent jusqu'au dénouement de l'opération de titrisation : un **gestionnaire d'actifs**²² qui a pour rôle de gérer les actifs transférés au conduit, un **gestionnaire de créances**²³ qui s'occupe de gérer le paiement des créances cédées par les débiteurs, et un **dépositaire**²⁴ qui s'assure, pour le compte des investisseurs, que l'opération se déroule bien et qu'ils pourront donc récupérer leur investissement. Avant que les titres soient émis sur le marché, une **agence de notation**²⁵ se charge de noter chaque tranche de titres. Plusieurs éléments influencent cette notation, en particulier la qualité des sous-jacents, la réputation du promoteur et du gestionnaire d'actifs, la présence de garanties et de lignes de liquidités. Un **réhausseur**²⁶ « *garantit explicitement aux détenteurs des titres le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi lors de l'émission obligataire* » (Lautier et Simon, 2008) et « *offrent des*

²⁰ Originator en terminologie anglo-saxonne.

²¹ Arranger en terminologie anglo-saxonne. Ce rôle est le plus souvent assuré par la Banque d'Investissement du cédant lorsqu'il s'agit d'une Banque Universelle.

²² Asset Manager en terminologie anglo-saxonne.

²³ Servicer en terminologie anglo-saxonne. Ce rôle est le plus souvent assuré par le cédant pour lui permettre de conserver sa relation client. Aussi, les débiteurs ne sont-ils pas informés que leurs créances ont été revendues sur le marché.

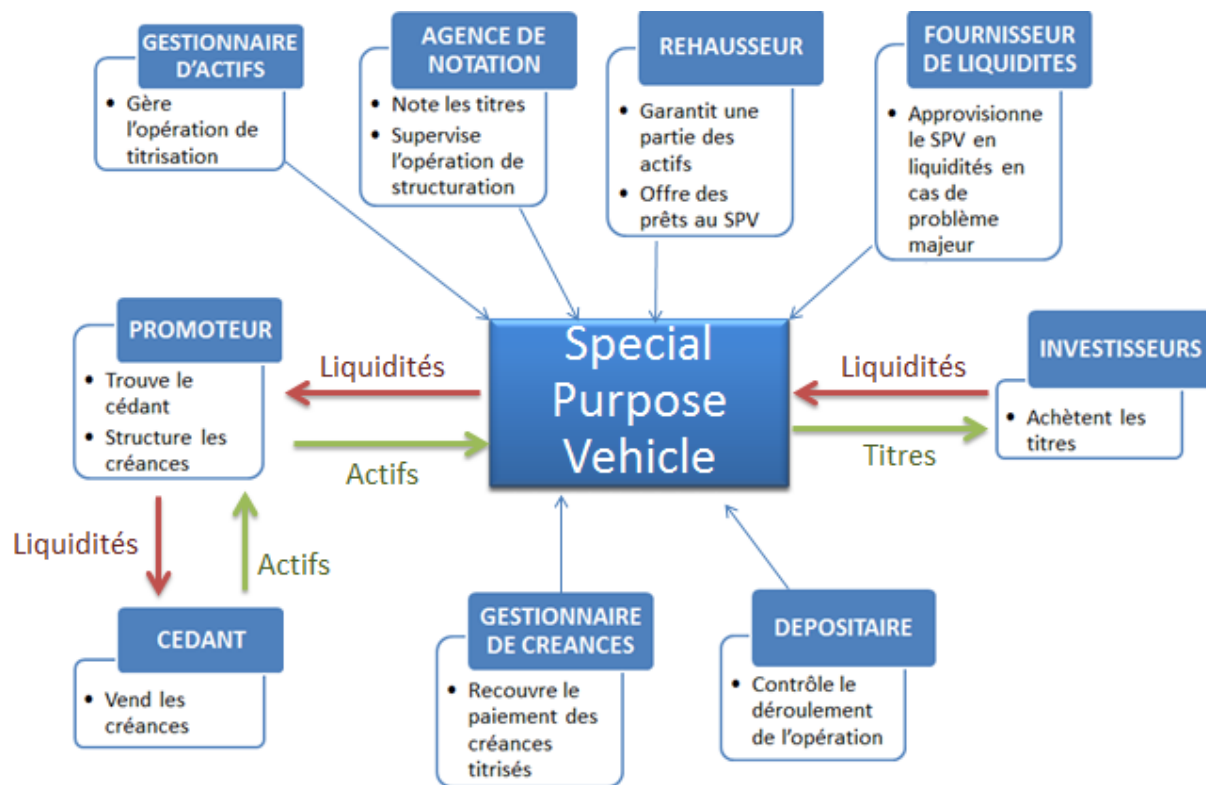
²⁴ Trustee en terminologie anglo-saxonne.

²⁵ Rating Agency en terminologie anglo-saxonne.

²⁶ Monoline Insurance Company en terminologie anglo-saxonne.

prêts et d'autres types de créances aux conduits » (Cloutier, 2009²⁷). Ces garanties permettent d'améliorer la notation des titres émis sur le marché et donc d'assurer aux promoteurs un financement à moindre coût. Enfin, des lignes de liquidités sont fournies par un **fournisseur de liquidités**, dernier acteur du processus de titrisation.

Schéma n° 3 : processus de titrisation



Source : adapté de Lui, A. (2011), "Multiple principal-agent problems in securitization", Poznan University of Economics Review, Vol. 11, Issue 2, p.47-72. 26p.

La relation directe prêteur/emprunteur était déjà source d'asymétrie d'information. Dans le cadre du modèle d'affaires du PCAA, il y a asymétrie d'information à chaque étape, et celle-ci grandit au fur et à mesure que le prêt passe d'un acteur à un autre, car l'emprunteur « *évalue mieux la probabilité de défaut du prêt que le prêteur et, encore davantage, que l'investisseur institutionnel une fois que le prêt est titrisé*²⁸ » (Bicksler, 2008, p. 296).

²⁷Cloutier, P., (2009), « La douloureuse aventure du PCAA », *Site de l'Action nationale*, [En ligne]. <http://www.action-nationale.qc.ca/index.php/2011-c06-30-23-44-4/numeros-2009/120-mai-juin-2009/229-la-douloureuse-aventure-du-pcaa> (Page consultée le 30/06/14).

²⁸Librement traduit de "has a better assessment of the probability of default of the loan than the lender or, even more so, the institutional investor purchaser when the loan is securitized."

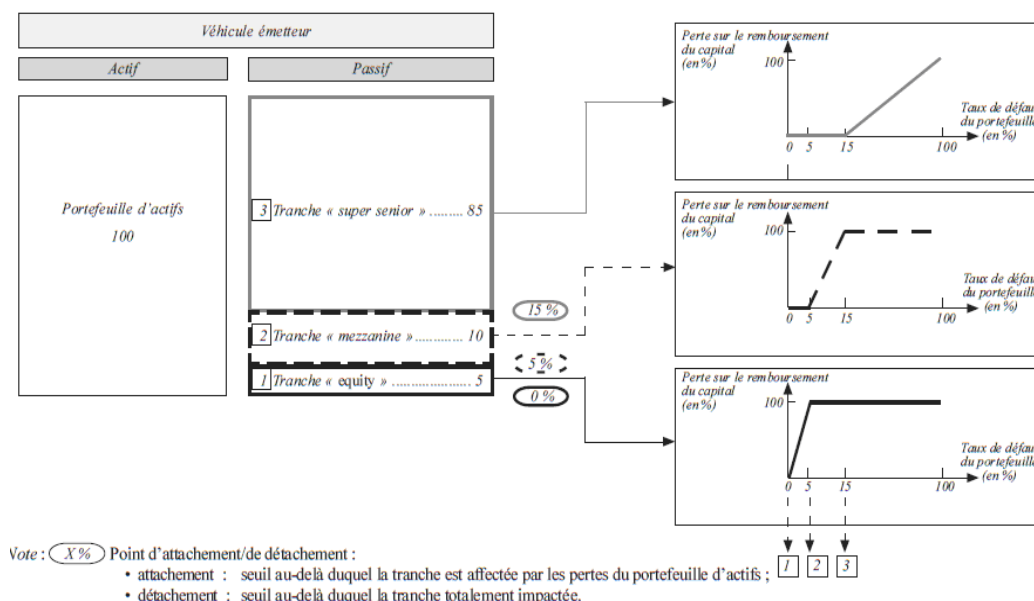
L'opacité du modèle d'affaires liée aux grands nombres d'acteurs qui y participent s'est accrue suite à trois innovations d'ingénierie financière : la diversification des classes d'actifs, la titrisation synthétique et la structuration.

En effet, lors de son apparition, la titrisation ne concernait que les prêts hypothécaires. Une seule catégorie de titres était donc émise sur le marché : les Titres Adossés à des Hypothèques²⁹ définis comme « *des titres représentatifs d'un portefeuille de prêts hypothécaires liés au financement de biens immobiliers* » (Artus, 2008, p.37). L'élargissement des classes d'actifs pouvant être titrisés à tout type de créances générant des flux (crédits à la consommation, crédits automobiles...) marqua l'apparition de nouveaux instruments financiers parmi lesquels le Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA), qui fut au cœur de la crise de 2007/2008. L'ingénierie financière permit également de dématérialiser les opérations avec l'apparition de la titrisation synthétique. Un des exemples de titrisation synthétique est le SWAP sur Défaillance de Crédit (*Credit Default Swap* en terminologie anglo-saxonne). Dans le cadre d'une opération de SWAP, les actifs ne sont plus transférés au conduit, mais seulement les risques qui leur sont associés. Avec la diversification des classes d'actifs et l'apparition de la titrisation synthétique, les opérations de PCAA peuvent être comparées « *à la fameuse boîte noire de Latour* » (Fimbel et Karyotis, 2011, p. 290).

La complexité des opérations a atteint son paroxysme avec la structuration des créances, innovation d'ingénierie financière devenue clé dans le processus qui consiste à découper le portefeuille de créances en tranches. En effet, pour attirer une manne importante d'investisseur, les créances transférées au SPV sont le plus souvent structurées avant d'être émises sur le marché sous forme de titres. Dès lors, chaque tranche du portefeuille porte un risque et un rendement différent.

²⁹*Mortgage-Backed Securities* en terminologie anglo-saxonne.

Schéma n° 4 : opération de structuration des créances



Source : Artus, P. et al. (2008), « La crise des subprimes », *Rapport du conseil d'analyse économique*, Documentation Française, Paris

Grâce à cette innovation financière, les investisseurs ont accès à des titres adossés à des créances qui ont des risques (et donc des rendements) différents. Pour exemple, sur le schéma ci-dessus, on peut constater que la tranche *equity* est celle qui supporte le risque le plus élevé : son point de détachement est de 5 % (ce qui est le cas en moyenne sur les opérations de titrisation), ce qui équivaut à dire que si la valeur du portefeuille d'actif diminue de 5 % les titres de la tranche *equity* auront une valeur nulle. Ce risque est contrebalancé par un rendement plus élevé. Cette innovation financière permet également un refinancement à moindre coût pour l'entreprise cédante, puisque la rentabilité de l'opération est facilitée par la présence d'une tranche super senior qui rémunère moins les investisseurs.

L'élargissement des classes d'actifs pouvant être adossés à des PCAA, en particulier l'élargissement à des actifs synthétiques, favorise la complexité croissante des montages financiers. Cette complexité est d'autant plus importante que la structuration des créances fait ressembler les opérations de PCAA à « une recette de cuisine qui implique de trancher, débiter, découper, grouper et emballer³⁰ » (Lui, 2011, p. 58).

³⁰Librement traduit de «The process of securitisation resembles a cooking recipe: it involves slicing, dicing, tranching, bundling and re-packaging»

2.2.1.1.2. Des mécanismes organisationnels déficients

Plusieurs avantages expliquent que des institutions financières aient choisi d'intégrer le modèle d'affaires du Papier Commercial Adossé à des Actifs (PCAA). En premier lieu, comme nous l'avons évoqué précédemment, la demande de PCAA ne cesse de croître sur les marchés financiers. Les institutions financières y voient donc une nouvelle source de rendement.

De surcroît, la titrisation représente un nouvel outil de gestion des risques. En effet, en cédant leurs créances, les institutions financières ne supportent plus les risques principaux associés à leurs activités de prêts que sont le risque de crédit de l'emprunteur (principalement le défaut de paiement), le risque de taux (hausse des taux pour les prêts accordés à taux fixes et baisse des taux pour ceux à taux variables) et le risque de dévalorisation des actifs servant à garantir le prêt. Dans certains cas, la titrisation est d'ailleurs simplement utilisée comme outil de gestion de risque. Pour exemple, dans le cadre d'une titrisation synthétique, il n'y a pas transfert de la propriété des actifs au conduit, mais seulement des risques associés à ces actifs.

Enfin, la titrisation a offert aux institutions financières la possibilité de « *se défaire d'actifs en échange de liquidités qui, pour ces entités, constituent de nouveaux moyens de financement* » (Peicuti, 2013, p. 445). Cette nouvelle source de financement se fait généralement à un coût plus faible, car : (1) la structuration des créances, en hiérarchisant les créances en fonction de leur risque, permet aux institutions financières de se financer à moindre coût (la tranche senior étant de qualité supérieure elle rémunère moins les investisseurs, donc plus cette tranche est élevée, plus le coût du financement du cédant via la titrisation est faible), et (2) la qualité des titres cédés est corrélée au sous-jacent et non à la qualité même du cédant. Des institutions financières en difficulté, mais qui possèdent des actifs de qualité peuvent donc se refinancer à un coût plus faible qu'en émettant des obligations sur les marchés.

Parmi les institutions financières, de nombreuses firmes bancaires ont choisi d'adopter le modèle d'affaires du PCAA, car la désintermédiation et le fort contrôle prudentiel ont eu pour conséquence de transformer leurs liquidités et leurs fonds propres en ressources rares. Or, la titrisation permet aux firmes bancaires de revendre les créances octroyées, ce qui améliore leur ratio de liquidité et de fonds propres dans la mesure où elles « *transfèrent la propriété et les risques des actifs titrisés à un véhicule de titrisation donc aux investisseurs qui ont achetés*

les titres de dettes émis par le véhicule » (Peicuti, 2013, p. 445). L'institutionnalisation du modèle d'affaires au sein des banques est donc liée aux avantages cités précédemment, mais également à une volonté d'effectuer un arbitrage réglementaire (Lui, 2011).

Lorsqu'une firme bancaire adopte le modèle d'affaires du PCAA, elle n'est plus perçue comme une alternative au financement de marché. Elle devient un intermédiaire entre investisseurs et emprunteurs, plutôt qu'entre prêteurs et emprunteurs. Ce nouveau modèle d'affaires reposant sur l'acquisition d'actifs en vue de leur structuration en titres et du placement de ces titres sur le marché a transformé les firmes bancaires en « *conglomérats financiers engagés dans des activités lucratives de banques d'investissements* » (Seccareccia, 2012, p. 282).

En pratiquant l'activité de titrisation d'actifs, les institutions financières (bancaires ou non) sont passées d'un modèle d'affaires de type *Originate to Hold*, consistant à octroyer des prêts et à les conserver au bilan, à un modèle d'affaires de type *Originate to Distribute* qui « *consiste à initier des crédits pour ensuite les céder à un véhicule dédié qui procèdera à leur titrisation* » (Matherat, 2013, p. 160).

Ce modèle d'affaires présente un attrait indéniable pour les institutions du *Shadow Banking*, car il ne nécessite pas de disposer de dépôts, de fonds propres ou de liquidités importantes, dans la mesure où les créances sont acquises puis cédées. Aussi, l'essor de la titrisation a été marqué par l'arrivée, en tant que cédant, promoteur ou courtier, de nombreuses institutions du *Shadow Banking*. Le *Shadow Banking* ou secteur bancaire parallèle, selon la terminologie utilisée par la Commission Européenne, peut se définir comme « *le système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique* » (Livre vert de la Commission Européenne, 2012, p. 33). Cinq éléments caractérisent les institutions appartenant à ce système : (1) elles réalisent des activités d'intermédiations, (2) elles sont soumises à peu de réglementation, (3) elles ne peuvent pas s'appuyer sur un système de garantie publique, (4) leur passif provient d'investisseurs institutionnels, et (5) l'impact du marché financier sur leur bilan est extrêmement important (Arquié et Artus, 2013). Contrairement aux banques dont le passif est principalement constitué de dépôts provenant de particuliers, les institutions du secteur bancaire parallèle ont un passif qui se compose « *de titres de créances s'échangeant sur les marchés* » (Arquié et Artus, 2013, p. 34).

Ce système bancaire parallèle a connu un essor phénoménal. Dans le monde « *selon de nombreuses estimations, le Shadow Banking était avant la crise pratiquement de la même taille que le système bancaire traditionnel et réglementé* » (Sunderam, A. 2013, p.53). Le rôle de ces institutions dans le modèle d'affaires du PCAA peut-être de triples natures :

- en tant que courtier, elles octroient des prêts pour le compte de cédants ou de promoteurs (recherche d'emprunteurs, fonctions administratives...),
- en tant que cédant, elles octroient des prêts pour les revendre à des promoteurs,
- en tant que promoteur, ces institutions octroient des prêts et/ou achètent des prêts pour les céder à leur propre SPV.

Dans ce modèle d'affaires du PCAA, aucun mécanisme de gouvernance ne semble inciter les parties prenantes à contrôler la qualité des créances avant de les céder, car la responsabilité de ces dernières semble s'être perdue le long de la chaîne d'intermédiation. Le fait que les institutions financières *Originate to Distribute* dans le modèle d'affaires du PCAA laisse supposer « *qu'un risque puisse rester orphelin, sans réels parents, et puisse se promener librement dans un ensemble de cession et rétrocession* » (Durant et Chneiweiss, 2008, p. 2). En effet, lors d'une opération de titrisation, le courtier octroie des prêts pour le compte d'un cédant, donc il ne supporte pas le risque des créances qu'il a accordées. De même, le cédant cède son portefeuille de créances à un promoteur, promoteur qui à son tour va céder ce portefeuille à un conduit qu'il aura créé. Finalement, seul l'investisseur est le créancier résiduel et supporte le risque lié à ce transfert de risque permanent.

Néanmoins, une fois transférés au conduit, les actifs seront gérés par un gestionnaire d'actifs. En tant qu'agent des investisseurs, le gestionnaire d'actifs doit contrôler la qualité des créances transférées au conduit. Mais, dans la mesure où il ne supporte pas directement le risque (ni en terme de responsabilité ni par sa rémunération), il convient de s'interroger sur son incitation à contrôler les actifs sous-jacents auxquels les titres émis sur le marché vont être adossés.

Ce transfert de risque permanent, plutôt que d'aligner les intérêts des parties prenantes à la transaction, est source d'une dilution de leur responsabilité, car « *les investisseurs en tant qu'utilisateurs finaux supportent le risque* » (Lui, 2011, p. 51). Cette première source d'inefficience s'accompagne de modalités de rémunération impropres à favoriser une coopération efficace lors de la transaction.

En premier lieu, les rémunérations du courtier, du cédant et du promoteur sont source d'aléa moral, car avec le modèle d'affaires *Originate to Distribute*, elles ne sont plus fonction de la marge bénéficiaire réalisée sur les opérations de prêts, c'est-à-dire le remboursement du capital et des intérêts. En d'autres termes, la rémunération du prêteur ne dépend plus du risque que représente l'emprunteur. Sa rémunération est corrélée à une marge d'intermédiation liée à la vente d'un portefeuille de prêts. Un exemple simple est celui d'un cédant qui va choisir un portefeuille de prêts hypothécaires qu'il a accordé. Il va revendre ce portefeuille plus cher que sa valeur nominale (5 millions au lieu de 4,7 millions par exemple), et toucher une marge d'intermédiation. L'acheteur accepte le versement de la marge d'intermédiation, car il va pour sa part toucher le capital, les intérêts et les pénalités de retard liés aux emprunts. Le fait que la rémunération du cédant ne soit plus exposée aux risques de défaut des prêts peut conduire à une diminution du contrôle de la qualité des prêts octroyés.

Cette rémunération peut également conduire à une prise de risque excessive dans l'octroi de prêts, car dans le modèle *Originate to Distribute*, la rémunération est une fonction croissante des volumes distribués. Dans la mesure où les institutions financières se rémunèrent grâce aux commissions d'intermédiation, elles cherchent à augmenter au maximum le portefeuille de créances qu'elles titrisent pour augmenter leurs revenus. Ce mauvais alignement des incitations peut se traduire par une volonté d'augmenter le volume des prêts au détriment de la qualité de ces derniers.

Tout au long de l'opération de titrisation, un gestionnaire de créances est chargé de gérer le paiement des créances cédées par les débiteurs pour le compte du SPV. Comme nous l'avons déjà évoqué, ce rôle est souvent conservé par le cédant ou promoteur pour ne pas briser sa relation avec ses clients. Or, l'établissement gestionnaire est rémunéré sous forme d'honoraires, honoraires qui ne dépendent pas de la qualité du portefeuille cédé. L'établissement gestionnaire n'est donc pas plus incité que le promoteur ou le gestionnaire d'actif à analyser le portefeuille de prêts. De plus, les honoraires sont le plus souvent déterminés en amont de l'opération. Aussi, quelle que soit la qualité de la gestion effectuée par l'établissement gestionnaire, sa rémunération ne variera pas. Cet aléa moral lié au type de rémunération est aggravé par le fait que l'établissement gestionnaire peut faire face à une situation de conflit d'intérêts entre sa rémunération et son rôle d'agent des investisseurs. En effet, il peut être admis par contrat que l'établissement gestionnaire conserve les intérêts de retard versés par les emprunteurs. Aussi, l'établissement gestionnaire a peu d'incitation à voir

les emprunteurs rembourser leurs dettes selon leur échéancier voir « *peut-être tenté de ne faire de rappels aux emprunteurs qu'une fois qu'il est sûr que ces derniers sont redevables de pénalités de retards*³¹ » (Ashcraft et Schuermann, 2008, p.8). Ce conflit d'intérêts peut donc pousser l'établissement gestionnaire à ne pas respecter certains principes de bonnes gestions et à agir dans son intérêt propre plutôt qu'en tant qu'agent des investisseurs.

Le fait que la mutation du modèle d'affaires des institutions financières ait pour conséquence de, (1) ne plus leur faire porter les risques liés à leur activité de prêt, et (2) de faire reposer leur rémunération sur la quantité de prêts accordés, favorise un modèle d'affaires agressif, car « *une fois les investisseurs convaincus de l'intérêt de l'opération, l'originateur n'a pas de vraie incitation à la qualité des affaires à moyen terme* » (Durant et Chneiweiss, 2008, p. 3). Également, les opérations de titrisation sont de type transactionnelle (Levy-Lang, 2008 ; Paligorova, 2009) c'est-à-dire qu'elles rémunèrent en une fois en amont de l'opération, ce qui incite peu les parties prenantes à s'intéresser à la réussite à long terme de l'opération.

On voit alors émerger deux problèmes de gouvernance majeurs : d'une part, la « *déconnexion de la performance de l'entreprise actuelle et la rémunération*³² » (Bicksler, 2008, p. 298) et, d'autre part, la dilution de la responsabilité fiduciaire des institutions financières envers leurs clients. Cet aléa moral est fortement favorisé par le fait que le processus de titrisation s'accompagne d'une multiplication d'acteurs extrêmement spécialisés. Cela rend difficile l'identification des responsabilités des différents acteurs en cas de problème. En effet, « *est-il envisageable d'identifier des responsabilités et donc des responsables à qui demander des comptes dans ce pliage technique complexe ?* » (Stiglitz, 2010, cité par Fimbel et Karyotis, 2011, p. 301).

³¹Librement traduit de: "not make collection calls until late fees are assessed."

³²Librement traduit de: "disconnect between actual corporate performance and corporate executive compensation."

2.2.1.2. ... Favorisant l'aléa moral des courtiers, cédants et promoteurs de PCAA

2.2.1.2.1. Diminution du contrôle des emprunteurs

Dans le modèle *Originate to Hold*, les institutions financières conservaient les risques associés à leurs activités de prêts, ce qui les incitait à effectuer une analyse et un suivi méticuleux des créances. Comme expliqué précédemment, dans le modèle d'affaires du PCAA, les institutions financières ont l'opportunité de séparer leur gestion des actifs du risque associé à ces actifs. « *La propriété et la responsabilité du risque étant perdues dans le processus*³³ » (Lui, 2011, p. 50), il y a eu une hausse généralisée de l'aléa moral qui « *fait référence à un changement de comportement en réponse à une redistribution du risque*³⁴ » (Ashcraft et Schuermann, 2008, p.7). Plus particulièrement, dans le cadre du modèle d'affaires du PCAA, « *l'aléa moral survient lorsque le cédant a moins d'incitation à contrôler les actions de l'emprunteur*³⁵ » (Lui, 2011, p. 60).

Une des études les plus complètes à ce sujet a été réalisée par Keys et al. (2010) lesquels, à partir de la base de données Loan Performance (recensant plus de 90 % du marché de la titrisation des crédits *subprimes*), ont vérifié l'impact de la titrisation sur la qualité des prêts octroyés. Les auteurs postulent que, dans la mesure où les investisseurs se basent sur des informations *hard* pour investir dans des actifs titrisés, la qualité des créances qui vont être titrisées diminue, car les cédants ne collectent plus d'informations *soft*³⁶. En utilisant plusieurs agrégats dont le score FICO³⁷, la qualité de la documentation fournie, la typologie de l'emprunt et le ratio prêts/emprunts, les auteurs confirment leur hypothèse de départ : la qualité des créances titrisées diminue, car les cédants ne collectent plus d'information *soft*. Ces travaux montrent que la séparation du risque sur le marché liée aux opérations de titrisation pousse à une diminution de la qualité du sous-jacent, car les cédants ne sont plus incités à collecter de l'information *soft*. Seule l'information *hard* peut être source de revenus, elle est donc la seule à être collectée.

³³ Librement traduit de: "Ownership and responsibility of risks are lost in the process."

³⁴ Librement traduit de: "refers to changes in behavior in response to redistribution of risk."

³⁵ Librement traduit de: "Moral hazard arises when the originator has less incentive to monitor the borrower's actions."

³⁶ Petersen (2004) a établi une distinction entre deux types d'informations collectées par les institutions financières: l'information *soft* qui est liée à la collecte d'informations résultant d'une relation à long terme et l'information *hard* liée à la collecte d'informations dite publique.

³⁷ Qui donne une note de crédit aux emprunteurs se situant entre 500 et 800.

Les travaux de Dell’Ariccia et al. (2012), arrivent à des conclusions similaires que ceux de Keys et al. (2010) :

- « le taux de refus des prêts est significativement plus bas dans les régions métropolitaines où une proportion importante de prêts sont vendus dans l’année qui suit la date du prêt³⁸ » (p. 381),
- « les prêteurs dans ces régions où le taux de croissance est élevé attachent moins d’importance au ratio d’endettement, une variable clé permettant de déterminer la capacité de l’emprunteur à rembourser son prêt³⁹ » (p. 368).

La titrisation a donc favorisé une croissance de l’offre de crédit qui s’est faite au détriment du contrôle et du suivi de ces crédits. Les travaux de Dell’Ariccia et al. (2012) semblent bel et bien confirmer que la séparation du risque « *génère plus d’aléa moral de la part des cédants*⁴⁰ » (p. 372).

Cette diminution du contrôle et du suivi est également liée au recours à des courtiers, qui feront office d’intermédiaires, par les cédants ou les promoteurs. Il a été estimé par Ernst et al. (2008) qu’entre 63% et 81% des prêts *subprimes* avaient été accordés par des courtiers avant la crise (cité par Ashcraft et Schuermann, 2008, p.2). Dans une logique de coût de transaction, les cédants ou promoteurs ont externalisé l’opération d’octroi de prêt pour pouvoir augmenter leur portefeuille d’actifs à titriser. Il semblerait que le modèle *Originate to Distribute* transforme des créances en actifs non spécifiques aux yeux des prêteurs seulement motivés par leur marge d’intermédiation. Le recours à des courtiers allonge la chaîne de titrisation et laisse place à plus d’asymétrie d’information puisque « *le prêteur et l’emprunteur n’ont aucune relation personnelle. Tout est anonyme, et toute l’information pertinente sur les caractéristiques du prêt est résumée en données statistiques.* » (Stiglitz, 2010, cité par Fimbel et Karyotis, 2011, p. 298).

2.2.1.2.2. Hausse des prêts prédateurs

La titrisation en favorisant l’asymétrie d’information, en permettant un transfert des risques et en faisant reposer la rémunération sur la quantité de prêts octroyés a conduit de nombreuses

³⁸Librement traduit de: “that loan denials were indeed significantly lower in metropolitan statistical area where a greater proportion of originated loans were sold within 1 year from origination.”

³⁹Librement traduit de: “lenders in these high-growth areas attached less weight to applicants’ loan-to-income ratio, a key variable determining borrowers’ repayment capacity.”

⁴⁰Librement traduit de: “generates greater moral hazard on the part of originators.”

institutions financières à développer des pratiques de prêts abusives dont nous retiendrons la définition suivante : « *la fourniture de crédit réduisant le bien-être qui implique typiquement de conduire un emprunteur à choisir un produit plus profitable pour le prêteur ou le courtier que pour lui-même*⁴¹ » (Morgan, 2007, cité par Ashcraft et Schuermann, 2008, p. 2).

Les comportements de prêts prédateurs impliquent « *au moins une des pratiques suivantes* :

- *le critère prédominant dans la décision d'octroi du crédit n'est non pas la capacité de remboursement de l'emprunteur, mais la valeur liquidative anticipée du collatéral. L'accord de prêt est davantage basé sur la valeur de l'hypothèque que sur la solvabilité et la probabilité de défaut de l'emprunteur,*
- *une incitation au « loan flipping »⁴², c'est-à-dire au refinancement répétitif du prêt dans l'objectif de prélever des commissions à chaque refinancement,*
- *un comportement de fraude et de tromperie visant à dissimuler les véritables obligations découlant du contrat de prêt ou de produits auxiliaires en présence d'emprunteurs financièrement ignorants, voire impliquant la falsification de documents, la surévaluation de la valeur des garanties immobilières... » (Klein, 2009, p. 63).*

En effet, mus par une volonté d'augmenter leur rémunération, de nombreux courtiers, cédants et promoteurs ont diversifié leur offre de prêt pour pouvoir toucher une manne plus importante de clients. Ces prêts de plus en plus risqués (à taux variables, ne nécessitant pas de documentation...) ont été proposés à des clients qui avaient des moyens de plus en plus limités d'honorer leurs engagements. Ces pratiques de prêts abusives ont été rendues possibles du fait de l'asymétrie d'expertise et d'information entre les prêteurs et les emprunteurs qui exposent les clients à une « *possible exploitation* » (Nicholson, 2011, p. 476). En effet, dans le cas de la crise des subprimes, « *il sembla que de nombreux emprunteurs hypothécaires étaient peu au courant de leurs termes inter temporels de remboursement*⁴³ » (Bicksler, 2008, p. 296), car leur manque d'expertise et les situations d'asymétries d'information qui caractérisent la relation prêteurs/emprunteurs les ont empêchés de « *faire un choix informé entre des options financières différentes offrant au prêteur ou au courtier*

⁴¹Librement traduit de: "the welfare-reducing provision of credit, and typically involves steering a borrower into a product that is more profitable for the lender and/or mortgage broker than for the borrower."

⁴²Refinancement répété.

⁴³Librement traduit de: "Alternatively stated, there appears to be an abundance of residential mortgage borrowers who were unfamiliar with the intertemporal mortgage repayment terms."

*hypothécaire l'occasion d'agir sans scrupules*⁴⁴» (Ashcraft et Schuermann, 2008, p. 2). Ce fut le cas de Madame Lorrie DeZerga, une habitante du New Jersey qui fit un emprunt pour un montant de 600 000\$ en faisant l'erreur de « *négocier par elle-même, par téléphone et en omettant d'obtenir un accord initial écrit pour le faire examiner par son avocat*⁴⁵» (Amoroso, 2008). Suite à un défaut de paiement, le montant de son versement mensuel grimpa de 2000\$ et le montant de son prêt initial augmenta de \$53000 de pénalités de retard. Cet exemple est criant des risques de sélection adverse liés à l'asymétrie d'information qui naît de l'asymétrie d'expertise.

De façon somme toute identique, l'asymétrie d'information et d'expertise entre le courtier, le cédant et le promoteur favorise des pratiques de prêts ou d'emprunts abusifs. Lorsqu'un promoteur rachète un portefeuille de prêts à un cédant ou fait appel à un courtier pour obtenir des créances, il y a asymétrie d'information forte quant à la qualité des créances transférées. Le promoteur n'étant pas en contact avec les emprunteurs, cela peut renforcer l'existence de pratiques de prêt ou d'emprunts abusifs. Dans le premier cas, le courtier ou cédant va convaincre les emprunteurs d'emprunter trop, et dans le second cas l'emprunteur va convaincre le cédant ou le courtier de lui prêter trop (Ashcraft et Schuermann, 2008). Ces pratiques de prêts abusives font échos au propos de Stiglitz (2010) qui soulignait que « *si l'inlassable quête de profits et l'exaltation de l'intérêt personnel n'ont pas créé la prospérité, elles ont contribué à créer le déficit moral* » (cité par Fimbel et Karyotis, 2011, p. 297).

Pour conclure cette première partie de notre revue de la littérature qui s'attachait à analyser les conséquences de l'asymétrie d'information et des incitations sur la prise de risque excessive des parties prenantes du modèle d'affaires du PCAA ***avant la transformation des prêts en titres***, il semble largement accepté que le processus d'octroi et de cession des prêts est caractérisé par une asymétrie d'information entre parties prenantes à chaque étape du processus :

- l'emprunteur (principal) souffre d'une asymétrie d'expertise et d'information par rapport au courtier, cédant ou promoteur (les agents) qui lui octroient un prêt,

⁴⁴Librement traduit de: "subprimes borrowers who are financially unsophisticated might be unaware of the best interest rate for a particular type of loan or might be unable to make an informed choice between different financial options, presenting lenders or mortgage brokers with the opportunity to act unscrupulously."

⁴⁵Librement traduit de: "In doing so, she made some critical mistakes: negotiating by herself, over the phone, and failing to get the initial agreement in writing for review by an attorney."

- le promoteur (principal) souffre d'une asymétrie d'information par rapport au courtier et au cédant (les agents),
- le cédant (principal) souffre d'une asymétrie d'information par rapport au courtier (agent),
- le gestionnaire d'actif (principal de l'investisseur) souffre d'une quadruple asymétrie d'information : l'asymétrie d'information par rapport à l'emprunteur, au courtier, au cédant et au promoteur.

Cette asymétrie d'information associée à des mécanismes organisationnels déficients (transfert de risque et rémunération) favorise l'aléa moral des institutions financières et parfois même des emprunteurs. Dans le cadre du modèle d'affaires du PCAA, les deux conséquences principales de cet aléa moral sont :

- une diminution du contrôle des emprunteurs,
- une hausse des prêts prédateurs.

Les sous-jacents auxquels sont adossés les PCAA risquent donc d'être de mauvaises qualités du fait de la prise de risque excessive des acteurs en amont de l'opération de cession des créances au SPV (emprunteurs, cédant, courtiers et promoteurs). Cette prise de risque excessive a été d'autant plus dangereuse que le modèle d'affaires du PCAA est opaque, ce qui *« a poussé à une sous-évaluation fondamentale du risque au début des années 2000 par les institutions financières, les investisseurs, les régulateurs et les agences de notations »* (Bricongne et al, 2009, p. 25).

2.2.2. Une vulnérabilité excessive des parties prenantes à l'opération liée à des problèmes principal/agents lors de la transformation des prêts en PCAA

Cette seconde partie de la revue de la littérature s'attache à analyser les conséquences de l'asymétrie d'information et des conflits d'intérêts sur les différentes parties prenantes qui participent à l'opération de transformation de prêts en PCAA. Les investisseurs sont considérés comme parties prenantes dans la mesure où, sans leur concours, les émissions de PCAA ne pourraient avoir lieu.

2.2.2.1. Une sélection adverse accrue pour les investisseurs

2.2.2.1.1. L'asymétrie d'information et d'expertise favorise une externalisation de l'évaluation de la prise de risque par l'investisseur...

Il est essentiel de comprendre de quelle façon l'asymétrie d'information croît le long du processus de titrisation, car c'est de cette asymétrie d'information accrue qu'est né le risque de sélection adverse, qui explique en grande partie la crise de confiance qui a frappé les investisseurs sur le marché du PCAA et a provoqué un arrêt du marché.

Dans le modèle d'affaires du PCAA, la sélection adverse « *apparaît lorsque le prêteur/vendeur initial a plus d'information sur les antécédents de crédits que les parties prenantes de l'opération et donc ces dernières ne peuvent pas faire de distinction entre la qualité des produits* » (Lui, 2011, p. 59).

Pour l'investisseur, créancier résiduel de l'opération, l'asymétrie d'information atteint son paroxysme, car il se situe en « bout de chaîne » d'un modèle d'affaires multipliant les intermédiaires (au nombre de huit, rappelons-le). La sélection adverse dont souffre l'investisseur est née de ce qu'« *avec la finance moderne et les outils de l'ingénierie financière, les transactions de cessions de créances se sont développées, contribuant encore plus à distancier l'emprunteur de la transaction initiale et le détenteur du PCAA* » (De Serres, 2009, p.23).

L'asymétrie d'information dont souffre l'investisseur est également favorisée par le « *démantèlement de l'incarnation de l'échange* » (Fimbel et Karyotis, 2011, p. 297) qui caractérise le modèle d'affaires du PCAA. L'investisseur est certes capable de comprendre une opération de prêt/emprunt classique impliquant une banque et un investisseur, mais comment peut-il juger d'une opération qui consiste à accorder des prêts de différentes natures, les mélanger, les « trancher », les assortir de garanties puis les transformer en titres ? La question se pose avec d'autant plus d'acuité que les nouvelles émissions de PCAA ne concernent plus des actifs tangibles, mais des actifs synthétiques. Même un investisseur averti aurait des difficultés à comprendre et connaître la composition des sous-jacents sur lesquels sont adossés ces PCAA, car le marché est peu transparent (Buitier, 2007 ; Lo, 2009 ; Peicuti, 2013).

Cette incapacité des investisseurs à analyser les risques qu'ils prennent du fait de l'asymétrie d'information et d'expertise qui résulte du modèle d'affaires du PCAA les pousse, dans une logique de coût de transaction, à :

- externaliser l'analyse du risque à des agences de notations,
- externaliser leurs choix d'investissement à des gestionnaires d'actifs.

Cette externalisation est dangereuse, car d'une part, « *l'investisseur peut ne pas comprendre la stratégie d'investissement du manager, peut douter de la capacité du manager et peut ne pas respecter la procédure du manager* » (Ashcraft et Schuermann, 2008, p.9), et d'autre part, car la notation des agences ne porte que sur le risque de crédit de l'emprunteur et est « *vulnérable à l'asymétrie d'information* » (Lui, 2011, p. 60). L'asymétrie d'information des agences de notation s'explique de façon similaire à celle dont souffrent les investisseurs. De plus, par manque de moyen et de temps, il est impossible pour une agence d'analyser tout le portefeuille de prêt titrisé et toutes les procédures suivies par les prêteurs.

L'externalisation de l'analyse du risque et des choix d'investissements par les investisseurs les rend très sensibles aux notes émises par les agences de notation. Basant leur jugement sur ces dernières, une dégradation des notes peut transformer le doute en en crise de confiance.

2.2.2.1.2. ... À des agents dont l'alignement des intérêts n'est pas automatique

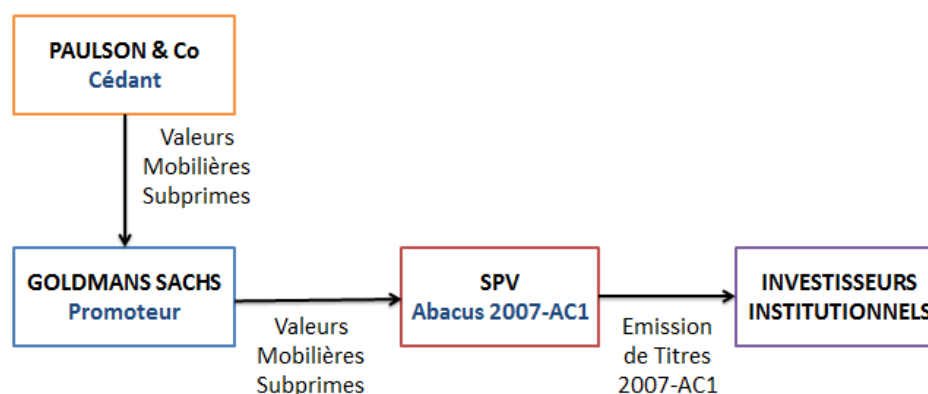
Dans le modèle d'affaires du PCAA, des frictions ont souvent distordu les incitations des agents de l'investisseur.

En premier lieu, les agences de notation, qui sont les seules à pouvoir véritablement contraindre les normes de souscription (Ashcraft et Schuermann, 2008), sont rémunérées par les promoteurs. Donc, les garantes de la qualité des sous-jacents des PCAA sont les agents des investisseurs et des promoteurs à la fois. Dans la gouvernance d'une opération de PCAA, il y a donc une nouvelle fois conflits d'intérêt, car les agences de notation qui sont censées être les agents des investisseurs sont les agents des promoteurs, et « *se permettent d'évaluer les états et leurs choix politiques* » (Fimbel et Karyotis, 2011, p. 299). Lorsque l'on sait que, pour exemple, à la veille de la crise des *subprimes* l'agence de notation Moody's tirait 44% de

ses revenus (soit 667 millions de dollars⁴⁶) de ces activités de conseils et de notation des opérations de titrisation, il y a lieu de s'interroger sur la capacité des agences à évaluer et noter sans biais les opérations. Ce conflit d'intérêt a été un des plus décrié, car la notation joue un triple rôle dans une opération de titrisation : *« elle influe sur les conditions d'endettement de l'emprunteur, sur le bon déroulement de l'opération et traduit pour les investisseurs une information synthétique, prépondérante du risque, facile à interpréter et à moindre coût »* (Gentile, 2012, p.23)

Un autre exemple de conflits d'intérêts dans la gouvernance d'une opération de titrisation est celui pouvant arriver entre le cédant, le promoteur de l'opération et l'investisseur. Pour illustrer ce conflit d'intérêts, reprenons l'exemple de la condamnation récente de Fabrice Tourré, celui que la presse a surnommé Fabulous Fab et de Goldman Sachs par la SEC (en tant qu'agent des investisseurs) (Lui, 2011). En 2005, Paulson & Co, un fonds d'investissement, fait appel au service d'arrangeur de Goldman Sachs pour titriser un portefeuille de valeurs mobilières *subprimes*. Goldman Sachs crée alors le conduit Abacus 2007-AC1 et transfère les valeurs mobilières *subprimes* du fonds au conduit qui émet sur le marché des titres adossés à ces valeurs. Ces titres sont alors achetés par de nombreux investisseurs institutionnels parmi lesquels les banques IKB, ABN Amro et Royal Bank of Scotland.

Schéma n° 5 : fonctionnement simplifié de l'opération Abacus



Source : auteur

⁴⁶Tomlinson, R. et Evans, D., (2007), "CDO Boom Masks Subprime Losses, Abetted by S&P, Moody's, Fitch". Site de Bloomberg.com, [En ligne]. <http://www.bloomberg.com/news/2007-05-31/cdo-boom-masks-subprime-losses-abetted-by-s-p-moody-s-fitch.html> (Page consultée le 26/06/2014).

Dans ce montage, Goldman Sachs en tant que promoteur est l'agent des investisseurs et devrait agir dans leur seul intérêt. L'histoire va révéler que Goldman Sachs a agi en tant qu'agent de Paulson & Co et dans son propre intérêt, plutôt que dans l'intérêt des investisseurs. En premier lieu, lorsque le choix du portefeuille de valeurs mobilières à titriser est arrivé, Goldman Sachs n'a pas agi de façon indépendante, mais conjointement avec le fonds Paulson & Co qui souhaitait parier sur la chute des titres 2007-AC1. Paulson & Co transféra donc des créances douteuses à Goldman Sachs qui structura l'opération, et en parallèle se couvrit sur la chute des titres par l'achat de SWAP sur défaillance de crédit. Selon la SEC, *«Goldman, à tort, a permis à un client qui jouait contre le marché hypothécaire d'influencer lourdement quels titres immobiliers devaient être inclus dans un véhicule d'investissement, alors qu'au même moment elle disait à d'autres investisseurs que ces titres étaient choisis par un tiers indépendant et objectif⁴⁷»*. Goldman Sachs a non seulement agi en tant qu'agent de Paulson & Co, mais également dans son propre intérêt plutôt que dans celui des investisseurs. En effet, tout comme le fonds, la banque a mandaté un de ces courtiers, Fabrice Tourré, pour spéculer sur la chute des titres en achetant des SWAP et en pratiquant de la vente à découvert. Cette histoire qui coûté plus d'un milliard de dollars aux investisseurs institutionnels a enrichi Goldman Sachs et Paulson & Co. Elle prouve que la relation principal-agent entre cédant, arrangeur et investisseur pouvait conduire à des asymétries d'information et des conflits d'intérêts, source de sélection adverse pour les investisseurs.

2.2.2.2. Sélection adverse des parties prenantes spécifiques à une opération faisant intervenir un promoteur du Shadow Banking

Une opération de PCAA se caractérise par l'émission de titres à court terme adossés à des actifs à long terme. Il y a donc asymétrie des échéances. Cette asymétrie des échéances suppose que les institutions finançant leurs crédits par émission de PCAA *« subissent ainsi volontairement un risque de transformation (le financement devant être renouvelé à échéances régulières) en contrepartie d'une espérance de gain, le financement à court terme étant a priori moins coûteux qu'un financement à long terme »* (Artus et al, 2008, p. 192).

Cette asymétrie d'échéance suppose que les investisseurs acceptent de renouveler leurs investissements dans des PCAA à échéances régulières. Dans le cas contraire, le conduit se

⁴⁷Raim, L. (2010), « Goldman Sachs accusée d'avoir trompé ses clients ».Site de MétéoPolitique, [En ligne]. <http://meteopolitique.com/Fiches/crise/reproche/a039.htm>(Page consultée le 26/06/14).

retrouverait en crise de liquidité qui pourrait conduire à son insolvabilité. Lorsque le conduit a été créé par un promoteur bancaire, celui-ci s'engage dans la plupart des cas à accorder des lignes de liquidités au conduit si ce dernier se trouve en difficulté (Klee et Butler, 2002). Ces lignes de liquidité sont généralement facilement accessibles au conduit, car un promoteur bancaire court un risque de réputation important lors d'une opération de titrisation (AMF, 2009⁴⁸), risque qui s'explique par le fait que de nombreux investisseurs pensent que les titres émis bénéficient de la solidité de la banque (Lumpkin, 2010). Lorsque des promoteurs du *Shadow Banking* réalisent des opérations similaires, ils ont recours à des fournisseurs de liquidités. Suite à la signature d'un accord, les fournisseurs de liquidités s'engagent à fournir des lignes de liquidités à un conduit qui se trouverait en difficultés. Les difficultés permettant à un conduit d'obtenir ce financement sont détaillées de façon très précise dans le contrat, seul instrument de couverture du fournisseur de liquidité face au phénomène de sélection adverse lié à l'asymétrie d'information qui caractérise sa relation avec le promoteur.

Lorsque les promoteurs sont des institutions du *Shadow Banking*, un second acteur apparaît : le fournisseur d'actifs. La fourniture d'actifs peut être définie comme *“a line of credit extended by a financial institution to a loan originator to fund a mortgage that a borrower initially used to buy a property. The loan typically lasts from the time it is originated to when the loan is sold into the secondary market, whether directly or through a securitization”*⁴⁹. Le rôle de ce fournisseur d'actifs est donc de financer les prêts pour le compte du promoteur jusqu'à ce que l'opération de titrisation ait lieu et que le conduit, par émission de titres, puisse financer les prêts. Ce rôle est essentiel pour les promoteurs du *Shadow Banking* dans la mesure où ils ne disposent pas de fonds propres leur permettant de financer ces prêts. Dans la mesure où le fournisseur d'actif accorde un prêt pour le financement d'un portefeuille de prêts qu'il n'a pas lui-même accordé, il y a asymétrie d'information forte. Cette asymétrie d'information pousse à la sélection adverse. Aussi, le fournisseur d'actifs demande au promoteur un surdimensionnement⁵⁰ et une prime de risque (Klein, 2008, p. 80) en échange du financement à court terme de l'opération.

⁴⁸ Autorité des Marchés Financiers (AMF). « Ligne directrice sur la gestion des risques liés à la titrisation ». *Site de l'AMF* [En ligne]. <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/lignes-directrices-insti-depot/2009juin02-ld-titrisation-fr.pdf> (Page consultée le 01/07/2014).

⁴⁹ Investopedia. “Warehouse Lending Definition”. *Site d'Investopedia*, [En ligne]. http://www.investopedia.com/terms/w/warehouse_lending.asp (Page consultée le 01/07/2014).

⁵⁰ On parle de surdimensionnement du crédit lorsqu'une banque transfère à un FCT un portefeuille de créances plus important en valeur que le nombre de titres émis sur les marchés. Ce faisant, les investisseurs sont plus protégés.

Ce risque de sélection adverse accru pousse également les fournisseurs de liquidités et d'actifs à demander des garanties supplémentaires, ou un remboursement en cas de crise de confiance. Si le promoteur ne s'exécute pas, les fournisseurs peuvent liquider l'opération en cours et récupérer leur capital. La crise de liquidité qui a conduit à la faillite de nombreux conduits « *can largely be explained by the firm's inability to respond to increased demands for collateral by warehouse lenders* » (Wei, 2007, Sichelman, 2007, cité par Ashcraft et Schuermann, 2008, p. 6).

Pour conclure, trois mécanismes organisationnels peuvent inciter un promoteur du *Shadow Banking* à contrôler la qualité de prêts qu'il titrise :

- les accords de garanties avec le fournisseur d'actifs,
- le contrat restrictif avec le fournisseur de liquidités,
- les accords de rachat avec le gestionnaire d'actifs (qui concernent également les promoteurs bancaires).

Ces accords de rachat et de garanties peuvent être respectés que dans la mesure où le cédant dispose des fonds adéquats. Or, les institutions financières du *Shadow Banking* sont sous-capitalisées. Ces deux mécanismes de gouvernance sont donc plutôt source de risque de liquidité pour les conduits que d'incitation à l'alignement des intérêts.

2.3. Formalisation de la problématique

De nombreuses recherches ont été effectuées sur les causes de la crise des crédits *subprimes* américaines. En particulier, le rôle de l'aléa moral, de la sélection adverse et des conflits d'intérêts sur la dégradation des sous-jacents a largement été démontré.

Néanmoins, peu de recherches ont été effectuées sur la crise canadienne du Papier Commercial Adossé à des Actifs qui éclata le 14 août 2007 suite au gel de 32 milliards de dollars CAD de PCAA non bancaire. Cette crise mérite pourtant d'être analysée, tant pour les raisons qui provoquèrent un arrêt du marché, que pour les conséquences institutionnelles qui s'ensuivirent.

En premier lieu, la crise canadienne est différente de la crise américaine dans la mesure où il a été estimé que seulement 7 % (en moyenne) des crédits sous-jacents aux PCAA gelés étaient de mauvaise qualité. Aussi, malgré une bonne qualité des crédits sur lesquels les PCAA étaient adossés, le marché est entré en crise comme aux États-Unis. Face à ce constat, il convient donc de s'interroger sur les raisons de la crise canadienne. Pour ce faire nous chercherons à répondre aux sous-questions suivantes :

Sous-question n°1 : Quelles sont les spécificités du modèle d'affaires du PCAA bancaire par rapport à celles du modèle non bancaire ?

Sous-questions n°2 : Quelles sont les spécificités du marché du PCAA canadien et de la crise canadienne de 2007-2008 ?

En second lieu, la crise canadienne mérite l'attention des chercheurs, car elle a vu l'utilisation la plus originale de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies (LACC) suite à l'instauration de l'Accord de Montréal. L'Accord de Montréal et la reprise de la LACC par les acteurs du marché du PCAA Non Bancaire a permis de restaurer la valeur des PCAA gelés en créant un nouveau marché pour les titres restructurés. Cette forme de coopération inédite d'acteurs d'un marché financier en crise nous pousse à nous interroger sur les sous-questions suivantes :

Sous-questions n°3 : Quelles sont les solutions mises en œuvre par l'Accord de Montréal pour dégeler le marché?

Sous-questions n°4 : Pour quelles raisons ces solutions mises en œuvre par l'Accord de Montréal ont-elles permis de restaurer la confiance ?

Notre analyse des raisons de la crise canadienne et de l'accord de Montréal nous permettra de mettre en exergue *comment l'Accord de Montréal a permis de restaurer la confiance des acteurs de marché dans le modèle d'affaires du PCAA.*

DEUXIÈME PARTIE : RECHERCHES EMPIRIQUES ET PROPOSITIONS

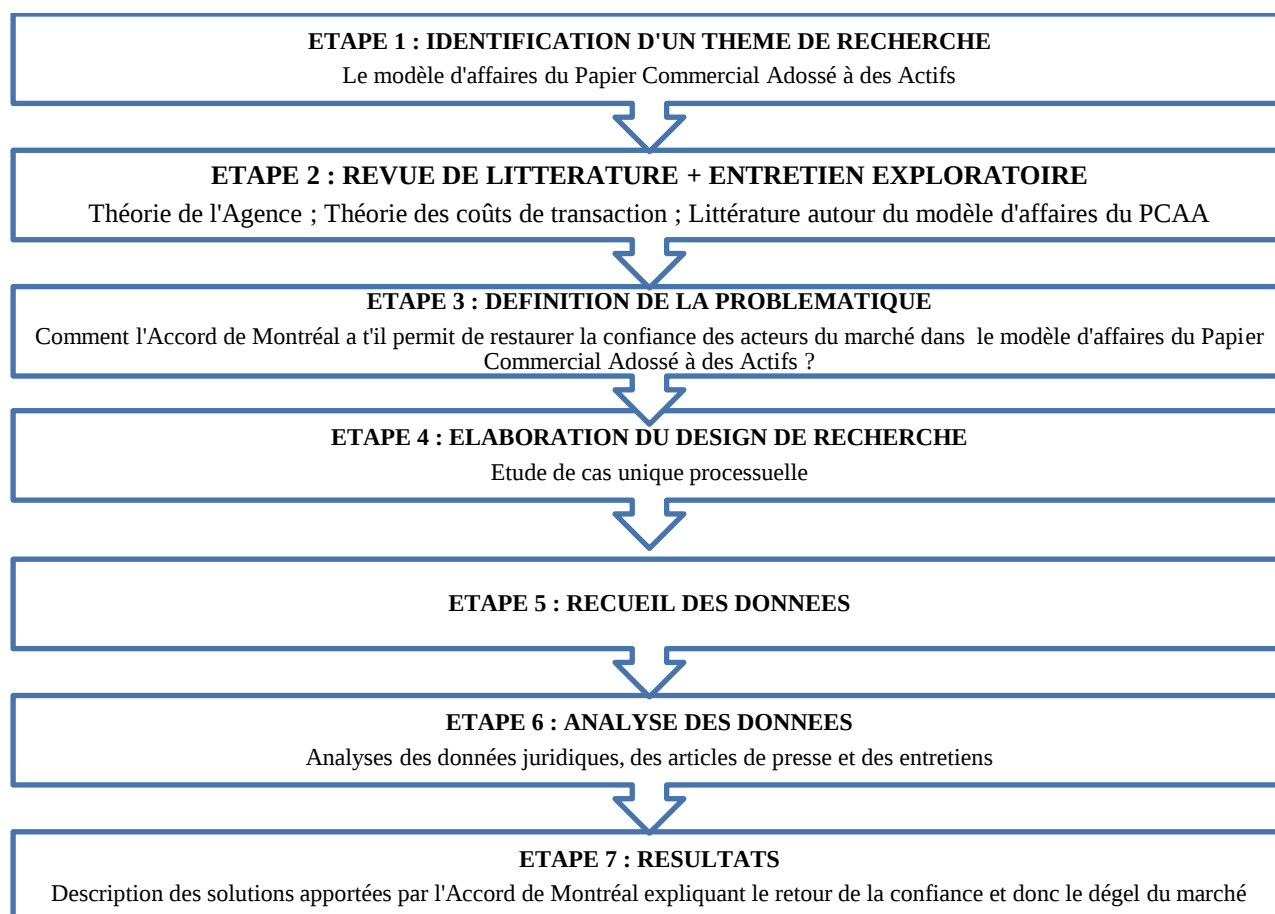
“A paper should allow a reader to see the world, and not just the literature, in a new way.”

(Siggelkow, 2007)

Chapitre 3 - Développement d'une méthodologie

3.1. Un design de recherche basé sur une étude de cas processuelle

La première partie de notre étude empirique vise à présenter notre design de recherche, défini comme « *un plan d'action permettant de se rendre d'ici à là ou ici peut être défini comme l'ensemble de questions initiales auxquelles on doit répondre et là comme l'ensemble des conclusions (réponses) à ces questions. Entre ici et là, un certain nombre d'étapes majeures peuvent exister incluant la collecte et l'analyse des données significatives*⁵¹ » (Yin, 1994, p. 19). Notre design de recherche se présente comme suit :



⁵¹Librement traduit de: “A research design is an action plan for getting from here to there, where here may be defined as the initial set of questions to be answered, and there is some set of conclusions (answers) about these questions. Between "here" and "there" may be found a number of major steps, including the collection and analysis of relevant data.”

3.1.1. Un positionnement épistémologique positiviste

Pour choisir une stratégie de recherche, il est essentiel de définir dans un premier temps notre positionnement en tant que chercheur, c'est-à-dire le paradigme au sein duquel nous avons inscrit notre recherche, car *« tout travail de recherche repose, en effet, sur une certaine vision du monde, utilise une méthode, propose des résultats visant à prédire, prescrire, comprendre, construire ou expliquer. L'explication des présupposés du chercheur permet de contrôler sa démarche de recherche, d'accroître la validité de la connaissance qui en est issue et de lui conférer un caractère cumulable »* (Thietart et coll., 2007, p.13).

Trois types de positionnement sont généralement adoptés par un chercheur : positiviste, interprétative et constructiviste (Allard-Poesi et Maréchal, 2007 ; Thietart et coll., 2007).

Parmi ces types de positionnement, nous nous situons dans une démarche de recherche qui tend vers le positivisme, car nous cherchons à expliquer la réalité et nous pensons que cette réalité *« existe en soi »* (Thietart et coll., 2007, p.17). De plus, nous cherchons à mener une *« interrogation objective des faits »* (Allard-Poesi et Maréchal, 2007, p.41) qui se sont déroulés pendant la crise en utilisant une étude de cas unique processuelle, et notre grille d'analyse repose sur des postulats objectifs issus de la littérature.

3.1.2. Le choix d'une étude de cas unique

Eisenhardt (1989) définit l'étude de cas comme étant *« une stratégie de recherche axée sur la compréhension de la dynamique présente au sein d'un milieu⁵² »* (p. 534). Yin (2005) offre une définition plus complète qui s'intéresse dans un premier temps au périmètre de l'étude de cas, puis à ses autres caractéristiques :

« Une étude de cas est une enquête empirique qui examine un phénomène contemporain dans son contexte réel, particulièrement quand les frontières entre le phénomène et le contexte ne sont pas clairement évidentes⁵³ [...]. L'enquête compose avec une situation techniquement distinctive qui comprend beaucoup plus de variables d'intérêts que de points de données. En conséquence elle se repose sur de nombreuses sources d'évidence, avec des données devant

⁵²Librement traduit de: "a research strategy which focuses on understanding the dynamics present within single settings."

⁵³Librement traduit de: "A case study is an empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon within its real-life context, especially when the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident."

*converger de façon triangulaire et profite des propositions théoriques antérieures comme guide dans la collecte de données et l'analyse*⁵⁴ » (p. 12-13).

Pour savoir quand utiliser une étude de cas, qu'elle soit exploratoire, descriptive ou explicative, Yin (2005) recommande d'analyser, (1) la question de recherche, (2) l'ampleur du contrôle du chercheur sur les événements qu'il étudie, et (3) la contemporanéité des événements étudiés. Lorsque la question de recherche interroge les événements sous la forme de « comment » ou « pourquoi », l'étude de cas est recommandée car *« ces questions traitent des liens opérationnels devant être tracés dans le temps, plutôt que de simples fréquences ou incidents*⁵⁵ » (Yin, 2005, p. 5). Elle est également recommandée *« dans l'examen d'événements contemporains, mais quand les comportements importants ne peuvent pas être manipulés*⁵⁶ » (Yin, 2005, p.7)

L'étude de cas est une méthode adéquate pour étudier l'Accord de Montréal, car notre question de recherche interroge le « comment », les événements sont contemporains puisqu'il s'agit de la crise de 2007/2008, et les comportements importants ne peuvent pas être manipulés, car l'étude de cas est rétrospective.

Tableau n° 2 : validation du choix de la méthode étude de cas

Variables à analyser	Étude de cas de l'Accord de Montréal
Question de recherche	Comment l'Accord de Montréal a-t-il permis de restaurer la confiance des acteurs du marché canadien dans le modèle d'affaires du Papier Commercial Adossé à des Actifs ?
Type d'évènement	Contemporain (2007/2008)
Manipulation des comportements par le chercheur	Impossible

⁵⁴Librement traduit de: "The case study inquiry copes with the technically distinctive situation in which there will be many more variables of interest than data points, and as one result; relies on multiple sources of evidence, with data needing to converge in a triangulating fashion and as another result; benefits from the prior development of theoretical propositions to guide data collection and analysis."

⁵⁵Librement traduit de: "This is because such questions deal with operational links needing to be traced over time, rather than mere frequencies or incidence."

⁵⁶Librement traduit de: "in examining contemporary events, but when the relevant behaviors cannot be manipulated."

L'étude de cas nous a également semblé une méthode adéquate à adopter dans le cadre de l'étude de l'Accord de Montréal, car elle nous permet de répondre à deux de nos objectifs principaux : (1) « *retenir les caractéristiques holistes et significatives d'un évènement de la vie réelle* » (Yin, 2005, p. 2), et (2) expliquer les relations causales entre plusieurs éléments (Siggelkow, 2007).

Lorsqu'on choisit une stratégie de recherche basée sur l'étude de cas, deux designs peuvent être adoptés : l'étude de cas multiple ou l'étude de cas unique. Nous avons décidé d'effectuer une **étude de cas unique**, car l'Accord de Montréal remplit deux des trois conditions (Yin, 1994) justifiant ce design :

Tableau n° 3 : validation du choix de la méthode étude de cas unique

Conditions pour l'étude de cas unique	Accord de Montréal
L'étude de cas « <i>représente un cas critique pour tester une théorie correctement formulée</i> ⁵⁷ » (Yin, 1994, p. 38)	NON
L'étude de cas « <i>représente un cas extrême ou unique</i> ⁵⁸ » (Yin, 1994, p. 39)	OUI
L'étude de cas est révélatrice dans le sens où elle offre au chercheur « <i>une opportunité d'observer et d'analyser un phénomène auparavant inaccessible à l'investigation scientifique</i> ⁵⁹ » (Yin, 1994, p. 40)	OUI

L'étude de cas unique est un design de recherche approprié pour analyser l'Accord de Montréal, car (1) c'est un modèle unique de « contre-gel » du marché et à ce titre, il mérite d'être analysé et connu, et (2) c'est un modèle révélateur, car avant la crise, le modèle d'affaires du PCAA et l'innovation que représentait le PCAA étaient peu compris. Avec la crise, de nombreux documents juridiques sont maintenant disponibles pour mieux comprendre le système bancaire de l'ombre et l'innovation financière que représente la titrisation.

⁵⁷Librement traduit de: "it represents the critical case in testing a well-formulated theory."

⁵⁸Librement traduit de: "the case represents an extreme or unique case."

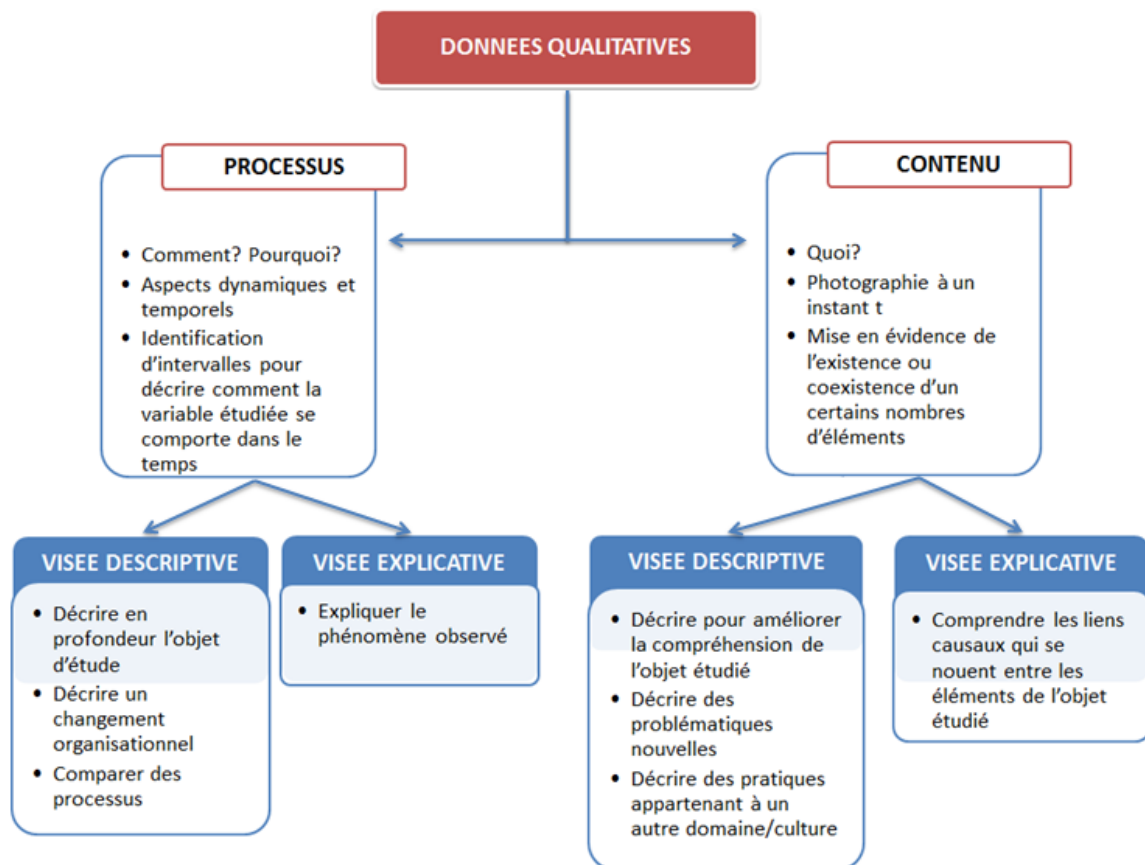
⁵⁹Librement traduit de: "an opportunity to observe and analyze a phenomenon previously inaccessible to scientific investigation."

Notre étude de cas est enracinée (on parle d'*embedded case study* en terminologie anglo-saxonne) puisque différents niveaux d'analyses sont présents dans notre étude (Yin, 1994). En effet, nous analysons, (1) le processus de transformation de créance en PCAA, (2) le modèle d'affaires des institutions du *Shadow Banking*, et (3) les conséquences de la perte de confiance sur les différentes parties prenantes du marché du PCAA.

3.1.3. Choix d'une étude de type processuelle

Une étude de cas peut s'inscrire dans le cadre d'une étude de contenu ou de processus, et peut-être dans les deux cas à visée descriptive ou explicative.

Schéma n° 6 : différences majeures entre les recherches sur le contenu et les recherches sur le processus



Source : adapté de Grenier, C. et Josserand, E., « recherches sur le contenu et recherches sur le processus », dans Thietart, R.A., et coll., (2007), *Méthodes de recherche en management*, Dunod. P. 107-139

Notre étude de cas unique s'inscrit dans le cadre d'une **recherche processuelle** à visée explicative. De ce fait, nous allons dans un premier temps expliciter ce que nous entendons par processus, puis définir le modèle de processus retenu.

3.1.3.1. Sens donné au terme processus

Bien qu'il n'existe pas de consensus sur le concept de processus (Langley, 1999), nous retiendrons les trois visions du processus de Van de Ven (1992, p. 169) :

- « *une logique utilisée pour expliquer, en théorie de la variance, une relation causale,*
- *une catégorie de concept qui font référence aux actions d'individus ou d'organisations et,*
- *une séquence d'évènements qui décrivent comment les choses changent dans le temps.*⁶⁰ »

Parmi ces trois définitions de processus, nous retiendrons la troisième. En effet, pour répondre à notre question, nous allons en premier lieu décrire les événements qui ont mené à la création de l'Accord de Montréal et à son adoption définitive, puis nous allons analyser les séquences d'évènements qui ont conduit à restaurer la confiance des acteurs du marché.

Pour pouvoir déterminer les changements nés de l'Accord de Montréal, il est « *nécessaire de définir une frontière de temps* » (Yin, 1994, p. 24), et plus précisément « *deux ou plus de points de collecte dans le temps sur un ensemble de dimensions*⁶¹ » (Van de Ven, 2007, p.2). Ces points de collecte permettent de faire émerger les différences dans le temps sur les différentes dimensions.

Dans la mesure où nous cherchons à étudier l'impact de l'Accord de Montréal sur la restauration de la confiance, nos points de collectes sont :

- le 14 août 2007, date de la première réunion de la Caisse de dépôt et placement du Québec et de la Banque Nationale qui marque les prémisses de l'Accord de Montréal,
- le 19 septembre 2008, date d'entrée en vigueur du plan né de l'Accord de Montréal.

⁶⁰Librement traduit de: "a logic used to explain a causal relationship in a variance theory, a category of concepts that refer to actions of individuals or organizations, and a sequence of events that describe how things change over time."

⁶¹Librement traduit de: "two or more points in time on a set of dimensions."

Pour répondre à notre question de recherche, nous allons utiliser deux stratégies conjointement pour mener notre analyse processuelle : une stratégie narrative et une stratégie de décomposition temporelle (Langley, 1999). Nous commencerons par la stratégie narrative, car il est essentiel de comprendre les différentes étapes qui ont conduit à la création et l'adoption de l'Accord de Montréal. Nous rejoignons donc Langley (1999) qui souligne que « *presque toutes les recherches de processus nécessitent de recourir à cette stratégie à un moment donné*⁶² » (p. 695). Puis nous adopterons une stratégie de décomposition temporelle qui nous permettra de mettre en lumière les raisons qui expliquent que l'Accord de Montréal ait eu un impact sur la confiance des acteurs du marché.

3.1.3.2. Modèle de processus retenu

Thietart, R.A., et coll. (2007), « *invitent le chercheur à clarifier (avant ou pendant son analyse des données) le modèle ou la représentation du processus [...]* » (p. 132). De plus, Van de Ven (2007) indique que « *travailler avec un seul modèle ou perspective de changement présente l'avantage d'aiguiser et de focaliser la collecte et l'analyse de données*⁶³ » (Van de Ven, 2007, p. 9). Nous avons donc cherché à clarifier la théorie du processus que nous allons utiliser dans le cadre de notre recherche.

Pour ce faire, nous nous sommes référées aux quatre typologies définies par Van de Ven et Poole (1995) à l'aide des caractéristiques suivantes :

- vision du « cycle du processus »,
- vision du mécanisme générateur,
- unité d'analyse,
- mode de changement.

Les différences entre ces quatre caractéristiques dans la littérature conduisent les auteurs à déterminer qu'il existe quatre groupes de théorie sur le processus de changement : (1) cycle de vie, (2) téléologie, (3) dialectique, et (4) évolution.

⁶²Librement traduit de: "in fact, almost all process research involves recourse to this strategy at some point."

⁶³Librement traduit de: "Most researchers conduct their studies with one model or theory in mind. Working with a single model or perspective of change has the advantage of sharpening and focusing data collection and analysis."

organisationnelle⁶⁴ » (Van de Ven, 2007, p. 8). Aussi, bien que l'Accord de Montréal concerne 22 conduits de promoteurs non bancaires et de nombreuses autres parties prenantes du marché du PCAA, il vise le traitement de ces conduits de façon identique soit comme une seule et même entité. De plus le mode de changement est construit, puisqu'il s'agit d'une entente entre plusieurs parties prenantes. Surtout, l'Accord de Montréal est né d'une crise, soit une insatisfaction qui a nécessité la recherche de solutions et la mise en œuvre de ces solutions. Notre choix est donc cohérent puisqu'« *un modèle de changement téléologique assimile le développement à un cycle de formulation de but, de mise en œuvre de ces buts, d'évaluation et de modification d'actions ou de buts basés sur ce qui a été appris par l'entité* »⁶⁵ (Van de Ven, 2007, p. 7).

3.2. Présentation du terrain de la recherche

3.2.1. L'Accord de Montréal

Suite au gel du marché du PCAA Non Bancaire le 14 août 2007, de nombreux investisseurs institutionnels, fonds de pensions ainsi que 1800 investisseurs particuliers se sont retrouvés dans l'incapacité de récupérer leur investissement en PCAA. Parmi ces investisseurs, la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ) et la Banque Nationale du Canada (BNC), lesquelles avaient respectivement investies 13 200 et 1 253 millions de dollars (The Globe and Mail, 2007) dans du PCAA, ont organisé une réunion de crise et invitée d'autres investisseurs à les rejoindre pour réfléchir à une solution visant à sortir de la crise de liquidité du marché du PCAA non Bancaire.

Puis, ces investisseurs qui se sont retrouvés dans l'incapacité de se défaire de leur PCAA suite au gel du marché, ont cherché à s'entendre avec les autres acteurs (fournisseurs d'actifs, promoteurs, agence de notation...) pour restructurer le marché, et éviter une crise de l'ampleur de celle qui frappait alors le continent américain. De leur volonté est née l'Accord de Montréal connu comme « *l'accord intervenu le 16 août 2007 entre ABN AMRO, Barclays Capital, CDPQ, Groupe Desjardins, Deutsche Bank, HSBC, Merrill Lynch, Banque Nationale, Investissements PSP et UBS, prévoyant certaines ententes provisoires portant sur*

⁶⁴Librement traduit de: "A teleological theory can operate among many members of an organization or a set of organizations when there is sufficient consensus among the members to permit them to act as a single organizational entity."

⁶⁵Librement traduit de: "A teleological (or planned change) model views development as a cycle of goal formulation, implementation, evaluation, and modification of actions or goals based on what was learned or intended by the entity."

la situation du PCAA émis par des tiers illiquides, y compris une période moratoire initiale de 60 jours pendant laquelle il n'y aurait aucun appel de marge ni appel aux facilités de liquidités et aucun nouvel appel aux facilités de liquidités durant 150 jours après l'expiration de cette période moratoire » (Document d'information LACC, 2008, p. 169).

Aussi, plutôt que de laisser le marché s'effondrer, les parties prenantes du marché du PCAA travaillèrent à la mise en œuvre d'un plan de transaction. Cette entente originale et innovatrice dans le monde de la finance et des PCAA permit d'engager une procédure judiciaire dans le cadre de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (LACC), « *loi fédérale autorisant les entreprises insolvable qui doivent plus de 5 millions de dollars à leurs créanciers à restructurer leurs affaires et leurs finances.*⁶⁶ »

Au mois de mars 2008, un plan de transaction, définit comme «*est une proposition que l'entreprise présente à ses créanciers pour leur indiquer comment elle remboursera le montant de dettes accumulées à la date du dépôt de la procédure*⁶⁷ », fut déposé auprès de la cour supérieure de justice de l'Ontario et envoyé aux porteurs de billets pour approbation.

Seulement un an après la signature de l'Accord de Montréal, la restructuration était mise en œuvre et les PCAA restructurés ré-émergèrent sur un nouveau marché. Cette entente communautaire continue de surprendre tant par la rapidité de mise en œuvre de la restructuration effectuée, que par le nombre de parties prenantes aux intérêts divergents qui y participèrent, et l'utilisation innovante de la LACC. Elle interroge d'autant plus qu'elle est dorénavant reconnue comme étant un succès, puisqu'en 2014, « *tel que prévu par l'Entente de Montréal, le PCAA non bancaire transformé en BTAA*⁶⁸ *a une juste valeur marchande supérieure à 90 % de son coût initial* » (Fortin, 2014⁶⁹).

⁶⁶ Bureau du surintendant des faillites Canada. « La loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies ». Sur le site du Bureau du surintendant des faillites Canada, [En ligne]. <https://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/fra/br02284.html> (Page consultée le 14/08/2014).

⁶⁷ Bureau du surintendant des faillites Canada. « La loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies ». Sur le site du Bureau du surintendant des faillites Canada, [En ligne]. <http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/fra/br03125.html> (Page consultée le 14/08/2014).

⁶⁸ Billets à termes adossés à des actifs.

⁶⁹ Fortin, P. (2014). « Cinq ans après, le point sur l'annus horribilis de la Caisse de dépôt ». Sur le site *L'actualité*, [En ligne]. <http://www.lactualite.com/blogues/le-blogue-economie/cinq-ans-apres-le-point-sur-lannus-horribilis-de-la-caisse-de-depot/> (Page consultée le 06/08/2014).

3.2.2. Pertinence de l'étude de cas retenue

Le choix de l'Accord de Montréal comme unité d'analyse s'explique par le fait :

- qu'il s'agit d'un jugement, donc qu'il reflète la vérité comme dit devant le juge,
- qu'il s'agit d'un jugement dans le cadre d'une procédure de faillites (LACC), donc qu'il explique les raisons de la crise,
- qu'il s'agit également d'un jugement dans le cadre d'une restructuration, donc qu'il explique les solutions apportées pour résoudre le problème de gel du marché,
- qu'il s'agit d'un jugement qui concerne 22 institutions du *Shadow Banking*, donc même si l'étude de cas est unique elle relate un problème qui a été rencontré par 22 institutions simultanément.

En permettant d'analyser d'une part les causes de la crise de confiance, et d'autre part les solutions apportées, l'Accord de Montréal nous permet de faire émerger des propositions expliquant la restauration de la confiance. Ces propositions seront ensuite confrontées à des entretiens sur le terrain.

3.3. Recueil et analyse des données

Le recueil des données a été d'une double nature :

- la conduite d'entretiens auprès d'acteurs ayant participé à l'Accord de Montréal,
- la conduite d'entretiens auprès d'experts en gestion des risques des institutions financières,
- l'analyse de données juridiques, de rapports et d'articles de presse.

Dans un premier temps, l'analyse de notre cas rétrospectif par le rapport de restructuration nous a permis d'obtenir une grande manne d'informations. Informations que nous avons souhaité comparer et compléter avec divers rapports et articles issus de revues académiques ou professionnelles. Dans un second temps, les entretiens nous ont permis de confronter nos analyses avec des personnes ayant vécu les événements, et des experts ayant une vision plus globale, confrontation nécessaire « *pour améliorer la validité de construit d'une recherche qualitative* » (Thietart et coll., 2007, p 270). Les entretiens ont été réalisés à Montréal, puisque les événements que nous étudions s'y sont déroulés.

3.3.1. Recueil des données primaires

Une grande partie de notre étude se base sur de la documentation écrite qui « *offre l'avantage d'être un matériel objectif* » (Grawitz, 1996, p. 182). Parmi cette documentation, nous avons mobilisé (par ordre croissant d'utilisation et d'objectivité) :

- deux documents officiels : le rapport du Comité Pancanadien des Investisseurs de Papier Commercial Structuré Adossé à des Actifs émis par des tiers (2008) et une étude officielle du Groupe d'Expert sur la Règlementation des Valeurs Mobilières (voir Chant, 2008),
- divers articles dans des revues académiques,
- divers articles dans des revues professionnelles (notamment Le Devoir, Vigile.net et The Globe and Mail).

Bien que nous nous soyons majoritairement appuyés sur des documents officiels, les articles nous ont permis de développer notre raisonnement et de vérifier où compléter certaines informations. De plus, il était essentiel de trianguler les documents officiels, en particulier le rapport de restructuration. En effet, même si ce document traduit « la vérité comme dit devant un juge », nous n'oublions pas qu'il s'adresse à un public très spécifique (les créanciers lésés), et qu'il a pour but l'approbation du plan. Aussi, le document est probablement doté d'un biais déclaratif, même si les personnes qui l'ont conçu ne s'en sont pas rendu compte, car il est un outil de communication d'un groupe de parties prenantes envers un autre groupe de parties prenantes visant un but précis (Yin, 2005).

Ces sources secondaires ont permis d'analyser l'Accord de Montréal et de mettre en avant, (1) les vulnérabilités du modèle d'affaires du PCAA, et (2) le processus de perte de confiance et de restauration de la confiance.

3.3.2. Recueil des données secondaires

3.3.2.1. Synthèse des sources

Suite à l'analyse des données secondaires, nous avons souhaité trianguler les informations par la tenue d'entretiens pour permettre de faire émerger des « *champs d'enquête convergents*⁷⁰ » (Yin, 2005, p. 98), et donc donner une validité plus grande à notre étude de cas.

Un entretien se définit comme « *une technique destinée à collecter, dans la perspective de leur analyse, des données discursives reflétant notamment l'univers mental conscient ou inconscient des individus* » (Thietart et coll., 2007, p. 241).

Notre étude de cas se complète d'entretiens avec des personnes ayant vécu les événements, et des experts. Pour que les personnes interviewées soient des informateurs plutôt que des répondants, nous avons suivi les deux conseils fournis par Yin (2005) : nous avons « *suivi notre propre ligne d'enquête comme reflétée dans notre protocole d'étude de cas* » et nous avons « *posé nos questions de façon non biaisée*⁷¹ » (p. 89-90).

Pour atteindre le premier objectif - suivre notre propre ligne d'enquête - nous avons posé des questions ouvertes pour permettre aux interviewés de nous livrer leurs analyses des événements et faits analysés dans notre étude de cas. Le but de nos interviews étant de corroborer les conclusions issues de notre analyse documentaire ; ce type de questions était parfaitement adapté. Pour atteindre notre deuxième objectif - poser des questions non biaisées - nos questions étaient volontairement ouvertes et simples. Ce faisant, les questions n'étaient pas suggestives pour les personnes que nous avons interviewées.

Les entretiens étant de nature confidentielle et destinés à la seule utilisation de ce mémoire, nous avons indiqué aux personnes interviewées que le contenu des entretiens ne sera ni reproduit, ni distribué. Pour que la confidentialité soit assurée, nous avons cherché à rendre les informations concernant les interviewés inintelligibles au lecteur. Pour ce faire, nous avons indiqué la position de la personne et le secteur d'activité de l'entreprise, et non pas son poste exact ou le nom de l'entreprise. De plus, la liste des personnes que nous avons interviewées est connue de nous seuls et de notre directrice de mémoire.

⁷⁰Librement traduit de: “*converging lines of inquiry.*”

⁷¹Librement traduit de: “*to follow your own line of inquiry, as reflected by your case study protocol, and to ask your actual (conversational) questions in an unbiased manner.*”

Les entretiens de type individuels semi-directifs centrés ont été réalisés dans le courant des mois de juillet et août 2014. Le but de ces entretiens était, d'une part de corroborer nos analyses issues des sources secondaires, mais également de mesurer la variable confiance, impossible à saisir par la lecture de données secondaires, car elle relève du vécu et de l'expérience des individus. Nous avons construit notre guide d'entretien en deux parties, chaque partie étant introduite à l'interviewé pour faciliter son rôle d'informant (Thietart et coll., 2007).

La première partie de notre guide a pour but de déterminer, (1) si les répondants ont eu conscience de la perte de confiance des acteurs du marché, (2) si les répondants ont eu conscience de la restauration de la confiance des acteurs du marché, et (3) les vulnérabilités du modèle d'affaires du PCAA. La seconde partie de notre guide vise à faire émerger, (1) les liens entre l'Accord de Montréal et la restauration de la confiance, et (2) les leçons qui ont été tirées de cette crise.

Voici la synthèse des cinq entretiens menés afin de réaliser notre recherche :

Tableau n° 5 : synthèse des entretiens semi-directifs centrés

Type d'entretien	Lieu	Durée	Poste de la personne interviewée
semi-directifs centrés	Montréal	30 minutes	Associé Conseils Financiers chez Deloitte
semi-directifs centrés	Montréal	26minutes	Haut responsable à la Caisse de dépôt et placement du Québec
semi-directifs centrés	Montréal	17 minutes	Ancien membre du gouvernement
semi-directifs centrés	Montréal	90minutes	Expert-conseil en risques fiduciaires
semi-directifs centrés	Montréal	30minutes	Haut responsable chez Desjardins

Dans la mesure où notre connaissance de l'Accord de Montréal au début du mémoire était assez faible et qu'« *il ne faut jamais lancer un questionnaire sans l'avoir prétesté* » (Thietart et coll., 2007, p. 233), nous avons mené deux entretiens exploratoires.

Ces entrevues nous ont servi à acquérir de plus amples informations sur le sujet, et d'affiner notre guide. Pour ce faire, nous avons adopté la démarche préconisée par Romelaer (2005) en examinant « *la pertinence du guide de l'interviewer et du guide d'entretien, le degré de différence entre ce qu'on attend et ce qui arrive, la pertinence du sujet de recherche et de la méthode choisie* » (p. 121).

Tableau n° 6 : synthèse des entretiens exploratoires

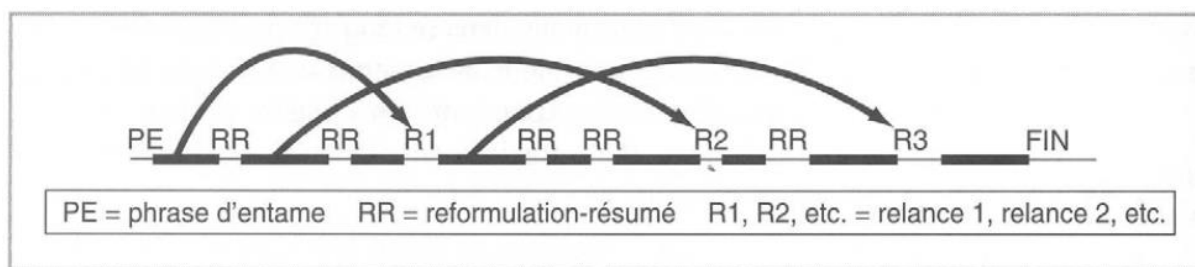
Type d'entretien	Lieu	Durée	Poste de la personne interviewée
Exploratoire	Montréal	54 minutes	Membre du comité de direction du cercle des administrateurs de sociétés certifiées (équivalent de l'Institut Français des Administrateurs en France).
Exploratoire	Montréal	40 minutes	Ancien membre de la haute direction de la Caisse des Dépôts et placement du Québec

3.3.2.2. Principe d'analyse des données

Nous avons réalisé des entretiens-semi-directifs centrés. Cette méthode de collecte de données secondaires repose sur « *un guide structuré pour aborder une série de thème préalablement défini pouvant être complété en cours d'entretien à l'aide d'autres questions* » (adapté de (Thietart et coll., 2007, p. 241).

Pour réaliser notre guide d'entretien, nous avons identifié une liste des thèmes pertinents, puis nous avons défini des questions plus précises. Ensuite, les entretiens ont été réalisés en suivant le schéma de conduite d'entretien avec reformulations, résumés et relances de Romelaer (2005).

Schéma n° 7 : conduite d'entretien avec reformulations, résumées et relances (Romelaer, 2005)



Source : Romelaer, P., « L'entretien de recherche », dans Wacheux, F. et Roussel, P., Management des ressources humaines: méthodes de recherche en sciences humaines et sociales, Bruxelles, De Boeck, « Méthodes & Recherches », 2005, 440 p., p. 104.

Nos interviews ont été enregistrées pour nous permettre de les retranscrire le plus fidèlement possible. Avant de choisir d'enregistrer les interviews, nous avons vérifié que notre étude remplissait les quatre conditions qui valident ce choix (Yin, 2005, p. 92) :

- l'interviewé est d'accord pour être enregistré et ne semble pas inconfortable,
- il était essentiel de retranscrire les interviews pour mener une analyse de qualité,
- nous étions à l'aise dans la manipulation du dictaphone de façon à ne pas distraire l'interviewé,
- notre degré d'écoute n'allait pas diminuer du fait de l'utilisation du dictaphone.

Nous avons alors reproduit les interviews sous forme de verbatim ; verbatim que nous avons analysés en recourant à une analyse de données textuelles, méthode en sciences de gestion permettant de « *découvrir l'information essentielle contenue dans un texte* » (Fallery et Rodhain, 2007, p.1). Pour ce faire, nous n'avons pas eu recours à NVivo ou Atlas Ti, car nous avons identifié nos thèmes à partir de notre revue de la littérature et de nos données secondaires. Aussi, nous avons fait le choix de manuellement coder nos entretiens, c'est-à-dire de « *découper le contenu d'un discours ou d'un texte en unités d'analyse (mots, phrase, thèmes...) et à les intégrer au sein de catégories sélectionnées en fonction de l'objet de la recherche* » (Thietart et coll., 2007, p. 498). Notre codage, volontairement large, se compose de trois grandes unités d'analyse :

- la situation de marché entre la crise des *subprimes* américaines et le gel du marché du PCAA Canadien [avril à mi-août 2007],
- l'implémentation d'une solution communautaire, l'Accord de Montréal, par la « récupération » d'un mécanisme institutionnel [fin août à octobre 2007],

- la mise en œuvre et l'adoption du plan de transaction du PCAA canadien émis par des tiers [à partir de novembre 2007].

Ces trois unités d'analyses nous permettent de coder selon les trois phases de la crise du PCAA canadien que nous avons identifiées, et donc de faciliter notre analyse processuelle.

Par la suite, nous avons défini six sous-thèmes lors de notre processus de codage :

- contexte des événements,
- relations entre les parties prenantes,
- identification des besoins,
- actions mises en œuvre,
- vecteurs de changement,
- vecteurs de la coopération.

De plus, nous avons choisi de générer des catégories non mutuellement exclusives. Ce choix, bien qu'ayant complexifié le codage (notamment thématique), nous semblait nécessaire afin de pouvoir produire une analyse fine : choisir des catégories mutuellement exclusives a l'inconvénient de supprimer d'une catégorie un contenu exploitable et potentiellement très intéressant. À la fin de notre codage thématique, nous possédions une base de données de verbatim, organisée selon des thèmes et des sous-thèmes. Ces verbatim ont par la suite permis d'appuyer nos explications lors de l'analyse de contenu. Enfin, nous avons choisi de coder l'intégralité des entretiens pour être sûrs de ne pas perdre de données.

Chapitre 4 - Analyse des données selon une logique processuelle

Notre analyse des données selon une logique processuelle est divisée en deux périodes :

- la première période s'étend d'avril à mi-août 2007, et correspond à l'éclatement de la crise des *subprimes* qui conduira au gel du marché du PCAA Canadien,
- la seconde période, de fin août à novembre 2007 correspond à la recherche d'une solution de sortie de crise. Nous reviendrons sur la formalisation de l'Accord de Montréal et la mise en œuvre et l'adoption, à partir de novembre 2007, du plan de transaction du PCAA canadien émis par des tiers.

Dans la mesure où nous souhaitons analyser la restauration de la confiance sur le marché du PCAA, nous avons choisi ces deux intervalles de temps pour comprendre comment la confiance a été perdue, puis comment un accord a émergé et quelles raisons expliquent que cet accord ait permis de faire renaître la confiance.

4.1. De la crise des subprimes américaines au gel du marché du PCAA Canadien [avril à mi-août 2007]

Cette première phase de notre analyse longitudinale cherche à mettre en exergue le pourquoi et le comment de la perte de confiance des acteurs du marché du PCAA. Elle vise également à expliquer les vulnérabilités du modèle d'affaires du PCAA révélées par la crise de confiance des parties prenantes de la chaîne de valeur, ainsi que les raisons qui expliquent que seul le marché du PCAA non bancaire ait été gelé.

4.1.1. Confiance et transparence : les deux faces d'une même pièce ?

4.1.1.1. Le PCAA : d'un instrument financier sans risque...

Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs a connu une croissance exponentielle suite à la diminution des taux d'intérêt offerts par les instruments financiers du marché monétaire. Les investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels soumis à une obligation de rendement, se retrouvent en quête de placements « *procurant une solution de rechange aux bons du Trésor, au papier commercial émis par des sociétés canadiennes ou étrangères, ainsi qu'aux titres des gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.19). Des institutions financières développent alors le PCAA pour répondre aux besoins des investisseurs, et le

proposent sur le marché comme produits alternatifs aux investissements sécuritaires du marché monétaire. En effet, lors de sa création, le PCAA promettait la maturité la plus courte et le profil de risque le plus bas comparativement aux instruments du marché monétaire. La raison principale expliquant que cette innovation liée à la demande (Ionescu, 2012) ait été considérée comme un produit à court terme, très liquide et sans risque, est le mécanisme de structuration des créances qui a permis d'une part de faire porter des risques et des rendements différents aux investisseurs, et d'autre part de mitiger le risque de crédit en adossant les titres émis à un portefeuille de créances variées (voir annexe C).

Tableau n° 7 : La croissance du marché du PCAA dans le discours des interviewés

Les PCAA sont une innovation liée à la demande...	<i>« On était dans une période où les gouvernements commencent à réduire les montants de leurs émissions. Donc il y avait un besoin de produits à revenus fixes et le taux, il y a une recherche de yield⁷². »</i> (Interviewé 4) <i>« Les besoins des investisseurs n'allaient pas en diminuant, plutôt le contraire tandis que l'offre de bons du Trésor diminuait. Est venu le secteur non bancaire qui a dit « nous, on va vous monter des produits de marché monétaire de qualité de crédit supérieure à chacune des banques, notamment canadiennes ». Évidemment, on ne peut pas dire de qualité supérieure au gouvernement canadien, mais vu que c'est un joueur qui disparaissait, c'était peut-être le plus proche substitut, donc c'était représenté comme ça et vu que les besoins augmentaient, l'offre suivait. »</i> (Interviewé 1) <i>« C'était à la base vraiment dans l'optique d'offrir à la clientèle des produits à des taux d'intérêt un peu plus élevés, parce que les investisseurs étaient à la recherche de taux plus élevés avec un niveau de risque qui était moyen. »</i> (Interviewé 2)
... proposés aux investisseurs comme une solution	<i>« Il y avait DBRS qui faisait le rating des papiers puis qui disait que c'était du triple A, purement sécurisé. Donc les gens qui avaient beaucoup de cash à placer à court terme, ils appelaient la banque et</i>

⁷² Rendement.

alternative aux produits financiers du marché monétaire.	<i>demandaient à faire plus, et la banque proposait du PCAA en disant que c'était comme des obligations sans risque. » (Interviewé 3)</i> <i>« Donc c'est ainsi que ça s'est retrouvé dans le portefeuille d'individus qui se disaient « c'est liquide », à échéance courte (environ 1 mois) avec une qualité de crédit exceptionnelle confirmée par DBRS et évidemment par les vendeurs de ces produits.» (Interviewé 1)</i> <i>« Ils vendaient ça (ndlr. ceux qui composaient et formaient les paniers d'actifs) comme un papier qui s'échangeait facilement, presque un instrument financier monétaire. » (Interviewé 7)</i>
---	---

La crise va révéler que la nature d'un PCAA est tout autre que celle renvoyée par les conseillers financiers, agences de notation et autres acteurs du marché aux investisseurs. En effet, le PCAA est un produit bien plus risqué qu'un titre d'état ou du papier commercial émis par des sociétés. Pourtant, la croyance commune dans le fait que les PCAA sont des substituts du marché monétaire va perdurer, voire se renforcer car :

- la complexité et l'opacité du modèle d'affaires des PCAA poussent les investisseurs à externaliser la gestion des risques à des experts,
- les experts et les investisseurs se reposent en grande partie sur l'attribution de la note triple A par des agences de notations pour juger de la qualité des PCAA.

Tableau n° 8 : L'évolution du PCAA dans le discours des interviewés

Avec la croissance du marché, les PCAA deviennent de plus en plus complexes et risqués...	<i>«Je vous dirais que le marché de 2005 à 2007 était beaucoup plus gros et risqué que ce qu'on avait pu voir quand ça a débuté dans les années 1990.» (Interviewé 1)</i> <i>« Moi je considère qu'en développant ces produits, ils (ndlr. les institutions financières bancaires et du Shadow Banking) ont fait augmenter le risque de façon énorme sur le marché. » (Interviewé</i>
--	--

	3) « Un PCAA c'est un dérivé d'un instrument de crédit qu'on a découpé de bien des façons. » (Interviewé 6) « Ça (ndlr. les PCAA) correspond à un mouvement de financiarisation de l'économie où tout est devenu financier et le financier, est devenu de plus en plus compliqué. » (Interviewé 5)
...Sans pour autant que les investisseurs et les experts ne perçoivent cette évolution de marché.	« La qualité du produit s'est détériorée et certains investisseurs n'ont pas fait un suivi assez étroit de ces produits pour remarquer que la qualité ou les risques augmentaient à mesure que la taille du marché augmentait. » (Interviewé 1) « C'est un produit complexe et peu transparent donc l'analyse du produit est déléguée à des professionnels, qui eux-mêmes manque de connaissances. » (Interviewé 2) « Les gens n'avaient aucune idée de ce qu'ils achetaient. Ils ne comprenaient pas ça [...]. Les gens achetaient des choses en se basant sur des rapports d'experts sans connaître ce qu'il y avait derrière. » (Interviewé 3) « Il y a des gens qui de bonne foi et compétents s'y sont laissés prendre [...], c'est comme, je donne une comparaison, quand on achète un médicament ou un produit quelconque, qu'on ne sait pas vraiment ce qu'il y a dedans. » (Interviewé 5) « Il y a aussi le fait qu'on a voulu aller chercher des rendements plus importants mais pas si importants que ça, donc il y a l'appétit pour le rendement qui allait chercher quelques points de plus mais dont on avait mal évalué les risques. Le coût n'en valait pas la chandelle. » (Interviewé 7)

Pour mettre en exergue cette complexité et cette hausse des risques, il convient tout d'abord de souligner que le terme PCAA est un terme générique qui reflète des réalités pouvant être très différentes. En effet, un PCAA peut être le fait de deux types d'émetteurs, des institutions

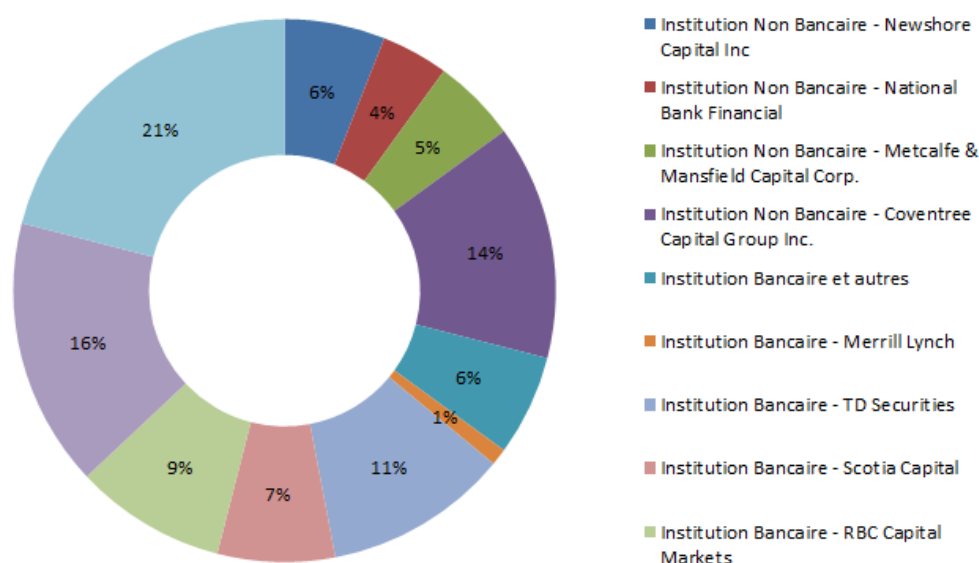
financières bancaires et des institutions financières non bancaires, et être adossé à deux types d'actifs, traditionnels et synthétiques. Lorsque l'émetteur est une institution financière bancaire, on parle de PCAA bancaire, et lorsque l'émetteur est une institution financière non bancaire (ou institution du *Shadow Banking*) on parle de PCAA non bancaire (ou émis par des tiers). Il existe donc quatre types de PCAA différents.

Tableau n° 9 : typologie des PCAA selon l'émetteur et le type d'actif

	Actif traditionnel	Actif synthétique
Institution financière bancaire	PCAA bancaire adossé à des actifs traditionnels	PCAA bancaire adossé à des actifs synthétiques
Institution financière non bancaire	PCAA non bancaire adossé à des actifs traditionnels	PCAA non bancaire adossé à des actifs synthétiques

C'est en 2002 que ces distinctions apparaissent, car jusqu'alors les PCAA étaient adossés à des actifs traditionnels, et seules les banques canadiennes étaient présentes sur le marché du PCAA, car « *historiquement, les institutions financières détenaient le monopole de la transformation des prêts à long terme en actif à court terme* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.7). À partir de 2002, de nouveaux acteurs apparaissent sur le marché de la titrisation : les promoteurs. C'est sous l'impulsion de ces acteurs du *Shadow Banking* qui se mettent à réaliser de la transformation d'échéance par le biais de la titrisation de portefeuilles de créances que les PCAA Non Bancaires font leur apparition sur le marché canadien. Le rôle de ces institutions du *Shadow Banking* va croissant, et à la veille de la crise elles représentaient 39 % du marché de l'intermédiation de crédit, soit l'équivalent de 35milliards de dollars CAD.

Graphique n° 3 : répartition du PCAA par type de manufacturier (Institution bancaire et non bancaire) au 31 juillet 2007



Source : Adapté de Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.10

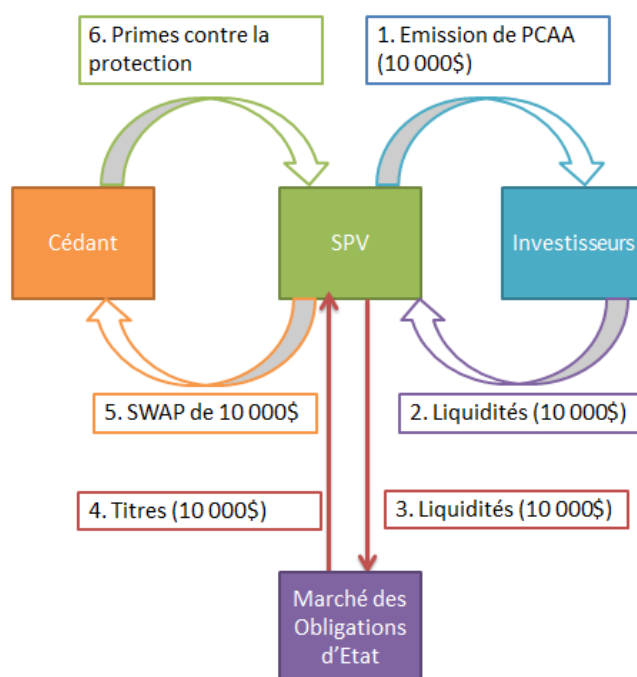
Avant de présenter les différences fondamentales entre le modèle d'affaires du PCAA bancaire et non bancaire, il convient de souligner que les opérations de PCAA, quelles soient le fait d'institutions financières bancaires ou non bancaires, sont des opérations dont l'analyse et le suivi des risques est plus complexe que pour les instruments financiers du marché monétaire « classique » dans la mesure où :

- les PCAA reposent sur des sous-jacents constitués de plusieurs types de dettes. L'analyse est donc plus difficile car le risque du sous-jacent n'est plus corrélé au risque d'une seule entité (État, entreprise, etc.), mais au risque d'un portefeuille de créances,
- ce portefeuille est ensuite structuré. L'analyse est donc plus complexe, car les PCAA sont adossés à des tranches de portefeuilles qui ont des risques, des rendements et des maturités différents.

La complexité d'analyse du produit est renforcée par le fait que le modèle d'affaires du PCAA, qu'il soit de nature bancaire ou non, est de type Originate to Distribute. Aussi, « *le processus de titrisation menant à la création de produits structurés génère une chaîne de relations multiples entre différentes institutions* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.6).

De nature, les PCAA sont donc des produits complexes dont le modèle d'affaires est opaque, ce qui conduit à un manque de transparence sur le marché. Ce manque de transparence s'est largement accru avec l'arrivée des institutions du *Shadow Banking* sur le marché. En premier lieu, la complexité du produit a augmenté, car les institutions du *Shadow Banking* ont développé un nouveau type de PCAA : les PCAA adossés à des actifs synthétiques. Ne disposant pas d'actifs comme des institutions financières bancaires, les institutions du *Shadow Banking* se voient dans l'obligation de racheter des portefeuilles de créances à des institutions financières bancaires pour émettre des PCAA sur le marché. Pour augmenter leur offre de PCAA (qui se trouvait limitée par la manne existante de prêts cédés par les institutions financières bancaires), elles créèrent une innovation financière : le *Credit Default Swap* (CDS). Un *Swap* est un « accord financier en vertu duquel deux parties conviennent d'échanger des flux de paiements déterminés » (Document d'information LACC, 2008, p. 189). On parle alors de titrisation synthétique, car il n'y a plus de transfert d'actifs au conduit, contrairement à une opération de titrisation d'actifs traditionnels. De façon simplifiée, les PCAA synthétiques peuvent être comparés à des PCAA adossés à des assurances, car ils sont émis à l'initiative d'un fournisseur d'actifs qui souhaite se couvrir contre un risque de perte sur un de ses portefeuilles. Plutôt que de vendre le portefeuille à un promoteur pour transférer le risque sur le marché, il va conserver le portefeuille au sein de son bilan et conclure un contrat de SWAP qui va couvrir le risque de perte de ce portefeuille. Contre le versement d'une prime de protection, le promoteur va créer un conduit qui va émettre des PCAA. Les liquidités reçues suite à l'émission serviront à acheter des titres à risque faible (comme des obligations d'État) qui feront office de garantie pour le fournisseur d'actifs.

Schéma n° 8 : fonctionnement simplifié d'une émission de PCAA Synthétique



Source : auteur

Ce type d'opération est source de complexité et donc d'asymétrie d'information accrue, car il ne repose pas sur le transfert d'un portefeuille d'actifs réels, mais seulement sur un transfert du risque associé au portefeuille d'actifs.

L'asymétrie d'information liée aux émissions de PCAA non bancaire est également renforcée par la désintermédiation plus poussée qui tend à éloigner l'investisseur final de PCAA de la transaction initiale. En effet, dans le modèle d'affaires du PCAA non bancaire, de nombreux acteurs interviennent le long de la chaîne de transaction visant à transformer des créances en PCAA, ce qui augmente la sélection adverse entre les parties prenantes, en particulier la sélection adverse de l'investisseur qui se trouve au bout de la chaîne de valeur.

4.1.1.2. ... À un « market of lemon » ?

Bien que les PCAA aient été encensés par les acteurs du marché comme l'équivalent de titres du marché monétaire à risque faible, le modèle d'affaires du PCAA se caractérise par une complexité et une opacité qui le rend peu transparent aux yeux des investisseurs, voire même aux yeux de certains spécialistes financiers acteurs du marché. Ces caractéristiques inhérentes au modèle d'affaires ont favorisé l'émergence d'asymétrie d'information et d'expertises.

Asymétries qui ont poussé les investisseurs à se reposer sur l'analyse de spécialistes financiers, en particulier les agences de notation. Le fait que de nombreux investisseurs, même des investisseurs aguerris, aient investi dans les PCAA sans en mesurer les risques, trouve effectivement sa source principale dans le fait que « *la mise en place d'un modèle mondial de financement basé sur les produits structurés a entraîné une plus grande dépendance vis-à-vis des agences de notation* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.7).

Deux spécificités réglementaires du marché canadien ont renforcé l'asymétrie d'expertise et d'information et la dépendance des investisseurs aux agences de notation : l'article 2.35 de la norme canadienne 45-106 et la règle B-5 du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF).

La première spécificité réglementaire concerne l'émission d'un prospectus visant à informer les tiers sur les opérations de PCAA. La réglementation canadienne stipulait que « *les émetteurs de papier commercial sont dispensés de l'obligation de produire un prospectus en vertu de l'article 2.35 de la norme canadienne 45-106 (Dispense de prospectus et d'inscription), si une agence de notation de crédit agréée a conféré à leurs billets une note admissible* » (Chant, 2008, p. 10). Les PCAA étant notés triple A car assimilés à un placement de type sécuritaire, ils ne nécessitaient donc pas de prospectus. Aussi, le marché était-il peu transparent en termes d'informations sur les produits et les opérations, ce qui a d'autant plus poussé les investisseurs à externaliser la gestion et l'analyse des risques liés à leurs investissements en PCAA.

La seconde spécificité réglementaire ayant nui à la transparence du marché est la règle B-5 du Bureau du surintendant des institutions financières (Parent, 2007) qui fait reposer les opérations de PCAA canadien sur des conventions CPM de liquidité, plutôt que sur des conventions mondiales de liquidités. Ces lignes de liquidités CPM qui ont pour but classique « *de créer une facilité de liquidités pour un programme de PCAA qui peut servir à financer le remboursement de PCAA à l'échéance* » (Document d'information LACC, 2008, p. 175) sont beaucoup plus restrictives que les conventions de liquidités mondiales, car « *des avances ne sont consenties que s'il s'est produit un Cas de Perturbation de Marché* » (Document d'information LACC, 2008, p. 176). L'existence de ces lignes de liquidités spécifiques a eu deux conséquences qui ont favorisé le manque de transparence du marché. Tout d'abord, en

2000 les agences de notation Standard & Poor's et Moodys ont émis des réserves sur le fait que les conduits n'aient pas de réserves de liquidités inconditionnelles et ont refusé de noter les titres canadiens, car « *il leur était difficile, pour cette raison principale, de considérer l'investissement dans le PCAC⁷³ comme un investissement de qualité* » (Cloutier, 2009, p.7). L'agence Dominion Bond Rating Services (DBRS) s'est donc retrouvée en situation de monopole en termes de notation des PCAA Canadien. De plus, les Cas de Perturbation de Marché n'ayant pas de définition communément admise « *chaque entente avait sa propre définition et aucun investisseur, au mois d'août 2007, n'était en mesure de savoir si les conditions étaient ou non toutes respectées* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.32).

Lorsque l'ampleur de la crise des *subprimes* commence à inquiéter les investisseurs canadiens de PCAA, ces derniers cherchent à savoir si le marché du PCAA canadien n'est pas un *market of lemon* (Akerlof, 1970), et s'ils ne sont pas en possession de titres *subprimes* comme des millions d'investisseurs américains. Avides d'informations pouvant infirmer leurs craintes, ils se retrouvent démunis face au manque de transparence du marché lié à :

- 1 - l'absence de prospectus,
- 2 - la complexité et l'opacité du modèle d'affaires des PCAA du fait de l'ingénierie financière et des conventions de liquidités CPM,
- 3 - la multiplication d'acteurs sur la chaîne de valeur.

Les investisseurs se tournent alors vers DBRS, en situation de « quasi-monopole informationnel » pour découvrir que l'agence est liée aux fournisseurs d'actifs et promoteurs par des clauses de confidentialité. De même, les promoteurs qui ont mis en place les opérations et les distributeurs de PCAA sont tenus par des clauses de confidentialité identiques visant à protéger les fournisseurs d'actifs. En pleine période de trouble sur les marchés financiers américains, « *il n'était pas possible pour les investisseurs de confirmer si les actifs des fiducies étaient exposés ou non au marché des créances immobilières à risque élevé aux États-Unis, ou s'il y avait des pertes en raison de l'effondrement du marché* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.31), dans la mesure où ils se heurtaient à

⁷³ Papier Commercial Adossé à des Créances

des clauses de confidentialité qui concernaient les opérations sous-jacentes, les promoteurs et les modalités de notation (Document d'information LACC, 2008).

4.1.2. Confiance et liquidité : les deux faces d'une même pièce ?

Le manque de transparence du marché et la complexité des PCAA provoquèrent une crise de confiance qui révéla que le PCAA était loin d'être un produit de marché monétaire ordinaire. Elle révéla surtout le point faible du PCAA, en particulier du PCAA non bancaire : le risque de liquidité.

4.1.2.1. Lorsque la musique s'arrête...

À partir du 10 août 2007, les opérations de renouvellement sur le marché du PCAA devinrent de plus en plus difficiles (Document d'information LACC, 2008). Confrontés à un marché peu transparent et complexe et donc à un risque de sélection adverse élevé, les investisseurs perdirent confiance ; perte de confiance qui se traduisit par un refus de leur part de renouveler leurs engagements dans les opérations.

Or, les opérations de renouvellement sont la clé de voute du fonctionnement du marché du PCAA, car elles seules permettent d'assurer la viabilité des opérations. En effet, une opération de PCAA se caractérisant par l'émission de titres à court terme adossé à des actifs à long terme, il y a asymétrie des échéances. Cette asymétrie des échéances suppose que les conduits finançant leurs crédits par émission de PCAA « *subissent ainsi volontairement un risque de transformation (le financement devant être renouvelé à échéances régulières)* » (Artus et al, 2008, p. 192). Se faisant, le décalage entre les flux issus des actifs à long terme et les flux devant être versés aux porteurs de titres doit être couvert par le renouvellement sur le marché des PCAA arrivant à maturité.

Tableau n° 10 : L'impact de la crise de confiance sur la liquidité des conduits dans le discours des interviewés

Les opérations de PCAA reposent sur le renouvellement des papiers...	<i>« Ça fonctionnait en roulant tout le temps, donc si je suis à l'échéance d'un million, pour que je récupère mon capital ça demandait un autre investisseur qui réinvestisse un million, comme ça jusqu'à échéance des sous-jacents à long terme. »</i>
---	---

	(Interviewé 4) <i>« Le portefeuille (ndlr. d'une opération de PCAA) roule aux 30 jours, donc quand un investisseur achète un papier commercial, aux 30 jours il vient à maturité [...], donc pour que le système fonctionne, il faut qu'un autre investisseur veuille bien racheter dans 30 jours. Tu roules ton papier tous les 30 jours, 10 jours... puis l'idée c'est que ça roule aussi longtemps que les hypothèques ne seront pas arrivées à maturité. Quand les hypothèques vont arriver à maturité, ça veut dire que les gens vont te rembourser et toi tu vas rembourser le PCAA et le trust se termine et tu en ouvres un autre. »</i> (Interviewé 3)
...renouvellement rendu impossible suite à la crise de confiance des investisseurs.	<i>« Il y a eu une panique à la fin parce que les gens n'ont pas su ce que c'était, ils ont pensé que c'était du subprime et comme c'est du papier à court terme, la panique a coupé le marché. Si les gens avaient su ce que c'était, je ne pense pas que le marché serait tombé. »</i> (Interviewé 3) <i>« Alors, dans l'optique où la panique prend dans le marché, l'échéance arrive et personne ne veut plus réinvestir. »</i> (Interviewé 1) <i>« Si on avait eu une meilleure connaissance dans le marché de ce qui se passait il y aurait eu moins de panique. »</i> (Interviewé 4) <i>« Peu à peu il y a eu une perte de confiance et on s'est retrouvé avec un outil financier dont on ne connaissait pas l'ampleur. Un outil financier qui était très liquide, très sûr mais dont plus personne ne voulait. »</i> (Interviewé 7)

Confrontés à une impossibilité de renouveler les PCAA suite à la crise de confiance des investisseurs, les conduits furent dans l'incapacité de se refinancer et donc dans l'incapacité de rembourser les porteurs de parts. Ces défauts de remboursement confortèrent les investisseurs dans leur défiance et les investissements de PCAA cessèrent le 14 août 2007.

Aussi, ce n'est pas un problème d'aléa moral ayant conduit à une diminution de la qualité de crédit qui provoqua la crise de liquidité des conduits de PCAA canadien, mais l'asymétrie d'information et d'expertise qui poussa les investisseurs à refuser de continuer à financer ce qu'ils ne pouvaient pas évaluer.

Une spécificité du marché canadien du PCAA a renforcé la crise de liquidité des conduits : les conventions de liquidités CPM admises en vertu de la ligne directrice B-5 du BSIF. Comme nous l'avons souligné, les lignes de liquidités sont excessivement importantes pour des conduits de PCAA car il y a écart de maturité entre les sous-jacents et les PCAA émis. Aussi, elles permettent d'assurer que, dans l'éventualité où le papier commercial ne pourrait pas être refinancé ou remboursé par les flux liés aux sous-jacents, il le sera par un fournisseur de liquidités qui prendra le relai et repaiera aux investisseurs leur papier commercial à maturité. Les lignes de liquidités diminuent donc le risque de liquidités et le risque de voir des créances de qualité vendues pour pallier à un assèchement temporaire du marché. Or, sur le marché canadien, les lignes de liquidités sont nettement moins protectrices des investisseurs. En effet, dans le cadre de convention de liquidité internationale, l'investisseur est largement protégé d'un assèchement provisoire du marché, car les conduits disposent de ligne de liquidités qu'ils peuvent tirer à condition que, (1) le conduit ne soit pas insolvable, et (2) le conduit ne soit pas en faillite. Au Canada les lignes de liquidités ne peuvent être tirées qu'à condition que, (1) les notes du papier commercial ou des sous-jacents ne soient pas diminués, et (2) qu'il y ait une perturbation générale de marché. La protection des investisseurs de PCAA canadien est donc plus faible, car les lignes de liquidités de type CPM laissent la place à l'interprétation mais surtout, sont plus restrictives dans la mesure où « *un prélèvement ne pouvait être fait que si l'ensemble du marché faisait l'objet d'une crise de liquidité* » (Chapman et al., 2008). Le fait que les lignes de liquidités soient si restrictives a conduit Standard & Poor's à qualifier les investissements dans du PCAA canadien d'actes de foi en 2002 (Melançon, J., 2009 et Parent, J.-F., 2007), et à refuser d'accorder la note triple A au PCAA canadien.

Tableau n° 11 : le rôle clé des lignes de liquidités dans le discours des interviewés

« *L'orientation des agences de notation américaines était différente : ça prenait des ententes de liquidités beaucoup plus fermes pour que le PCAA obtienne la cote de crédit maximale dans le marché monétaire. Alors, aux États-Unis, le marché avait des ententes de liquidités qui étaient beaucoup plus avantageuses pour l'investisseur que ce qu'on retrouvait au Canada [...]. C'est pour ça qu'au Canada, DBRS était la seule à coter, c'était la seule qui acceptait de faire reposer sa cotation seulement sur le risque de crédit.* » (Interviewé 1)

« *La 2^e différence je dirais les engagements de liquidité qui étaient pas les mêmes au Canada par rapport aux États-Unis. Dans beaucoup de pays, les engagements qui étaient pris par les conduits sont automatiquement ramassés sur le bilan des banques, contrairement aux problèmes qu'on a eu au Canada où ce ne fut pas le cas.* » (Interviewé 4)

Lors de la crise, l'existence de ces lignes de liquidités restrictives a heurté les conduits des promoteurs non bancaires. En effet, faisant face à une crise de liquidité de premier ordre, de nombreux conduits non bancaires voulurent tirer sur leurs lignes de liquidités, arguant qu'ils se trouvaient en situation de perturbation de marché. Or, de nombreuses banques, poussées par le risque de réputation que pouvait leur faire courir leurs conduits, fournirent des lignes de liquidités. Le fait que les conduits bancaires eurent accès à des liquidités remit en cause l'existence d'une perturbation de marché et de nombreux fournisseurs de liquidité refusèrent de reconnaître un cas de perturbation de marché. Aussi, dans la journée du 14 août, lorsque de nombreux PCAA devinrent insolubles, car les conduits non bancaires ne pouvaient plus se financer, « *les fournisseurs de liquidités ont refusé de fournir les liquidités qui permettraient le remboursement du plein montant dû sur le PCAA à échéance* » (Document d'information LACC, 2008, p.22). Le sauvetage des conduits bancaires associé au fait qu' « *en aucun temps, en août 2007, les autorités canadiennes n'ont accepté de déclarer publiquement qu'il s'agissait d'une situation s'assimilant à une situation d'interruption générale de marché* » (Caisse de dépôt et placement du Québec, 2009, p.31), provoqua un assèchement total des sources de financement des conduits, et l'insolvabilité consécutive de 22 conduits non bancaires.

4.1.2.2. ...Le risque de liquidité accru associé au modèle d'affaires du PCAA non bancaire provoque le gel de 32 milliards de dollars CAD

Bien que la majorité des investisseurs du marché du PCAA ait perdu confiance, la musique ne s'est véritablement arrêtée que pour les investisseurs de PCAA non bancaire. Le fait que les banques aient sauvé leurs conduits est une des raisons évidentes de ce phénomène de marché, mais elle n'est pas la seule. En effet, trois caractéristiques propres au modèle d'affaires du PCAA non bancaire expliquent que la crise de confiance ait provoqué une crise de liquidité de grande ampleur :

- les opérations sont généralement réalisées avec un fort effet de levier,
- elles sont généralement adossées à des actifs synthétiques,
- elles dépendent d'actifs et de lignes de liquidité fournis par des tierces parties, ce qui confère aux parties tierces le pouvoir de liquider les opérations.

Tableau n° 12 : risque de liquidité accru des PCAA bancaires et non bancaires dans le discours des interviewés

Les PCAA présentent un risque de liquidité du fait du gap de maturité ...	« En fait au Canada, si je fais le lien avec l'exemple que j'ai mentionné tantôt, si le PCAA, au lieu d'avoir des échéances d'un mois avait eu des échéances de 8 à 10 ans, le problème de liquidité aurait été caduc, car l'échéance du papier commercial aurait été la même que les produits sous-jacents. » (Interviewé 1) « Si on pense au produit en tant que tel, sa raison première c'était l'appariement qu'il n'y avait pas entre les sommes qui étaient investies à court terme et les sous-jacents qui étaient à long terme. Ça pour moi c'était le gros problème. » (Interviewé 4)
...Mais les PCAA non bancaires présentent un risque de liquidité supplémentaire du fait des effets de leviers...	« Le levier qui était sur ces produits-là était énorme par rapport au montant. Donc financement à court terme pour un produit fondamentalement à long terme, mais pas seulement à long terme, mais à levier à long terme, donc la construction même du produit était déficiente. » (Interviewé 4) « Ce qui est arrivé, c'est qu'à partir du moment où tu achètes un

	<i>portefeuille triple A et que tu mets par 100 % de ton portefeuille en side, et que tu dis je vais émettre 100 000 dollars de PCAA pour sécuriser le portefeuille d'un million, les chances que tu perdes ton montant complet sont très élevées parce que tu es leveragé⁷⁴ 10 fois.» (Interviewé 3)</i>
... des sous-jacents synthétiques...	<i>« Le problème avec les assurances par rapport aux hypothèques, c'est qu'un pool d'hypothèques tu peux le liquider, ça a une valeur. Maintenant les assurances, la réalité c'est que si on met le trust en faillite, on perd le montant complet. Tous les papiers CDO, si tu ne te rends pas à la fin du contrat d'assurance, ça vaut 0. Il n'y a pas de valeur de liquidation. Donc ça c'est difficile pour les gens de comprendre qu'ils ont un papier sécurisé triple A, mais il faut que tu te rendes à la fin de l'assurance. Sinon, il vaut 0. » (Interviewé 3)</i>
... et de lignes de liquidités des parties tierces.	<i>« Tant que je ne me suis pas fait complètement rembourser, je peux prendre des actifs et les liquider. Si tel actif je le vends à moitié prix de sa valeur réelle, l'entreprise en faillite n'a rien à dire, c'est le créancier qui choisit de liquider et à quel prix. » (Interviewé 1)</i>

Ces trois caractéristiques spécifiques aux opérations de PCAA non bancaires font que les opérations sont le plus souvent collatéralisées à la demande des fournisseurs d'actifs et de liquidités. L'existence de collatéral se révéla très dangereuse pour les conduits lors de la crise de confiance, car elle fut source d'une hausse de leurs engagements.

Le collatéral d'une opération de PCAA est « *l'ensemble des actifs, titres ou liquidités, remis en garantie par la contrepartie débitrice à la contrepartie créditrice afin de couvrir le risque de crédit résultant des transactions financières négociées entre deux parties*⁷⁵ ». Les opérations de PCAA non bancaire à effet de levier important (*différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique*⁷⁶) reposent sur une demande de collatéral de la part des fournisseurs d'actifs, car le recours à l'endettement est très élevé. Les fournisseurs d'actifs (créateurs de l'opération) requièrent donc des conduits (débiteurs de

⁷⁴ Équivalent à : utilisé de l'endettement pour l'opération ou fait un effet de levier.

⁷⁵ FiMarkets. « Gestion du collatéral ». Site FiMarkets.com, [En ligne]. <http://www.fimarkets.com/pages/collateral.php> (Page consultée le 08/08/2014).

⁷⁶ Les Echos. « Lexique Financier ». Site LesEchos.fr, [En ligne]. <http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition-effet-de-levier.html> (Page consultée le 08/08/2014).

l'opération) qui fournissent du collatéral pour garantir qu'ils seront en mesure de respecter leurs engagements.

De même, les opérations de titrisation synthétique reposent sur une demande de collatéral de la part des fournisseurs d'actifs du fait du non-transfert d'actif. Le collatéral permettra aux fournisseurs d'actifs de couvrir leurs pertes en cas de dégradation de l'opération.

Enfin, toutes les opérations de PCAA non bancaire reposent sur des demandes de collatéral des fournisseurs de liquidités, car lorsque des institutions du *Shadow Banking* réalisent des opérations de titrisation, elles doivent financer les prêts jusqu'à ce que ces derniers puissent être financés par le marché par l'émission de PCAA. Dans la mesure où ces institutions ne disposent pas de fonds propres leur permettant de financer ces prêts, elles ont recours à des fournisseurs de liquidités qui financent les prêts jusqu'à ce que l'opération de titrisation ait lieu et que le conduit, par émission de PCAA, puisse financer le portefeuille acquis. Dans la mesure où le fournisseur de liquidité accorde un prêt pour le financement d'un portefeuille de prêt qu'il n'a pas lui-même accordé, il demande au conduit de fournir du collatéral.

Du fait du risque de sélection adverse accru que font courir les opérations de PCAA non bancaire aux fournisseurs d'actifs et de liquidités, les opérations de PCAA non bancaire contiennent des triggers (ou déclencheurs d'appels de marge) définis comme « *n'importe quel type d'évènement qui déclenche un commerce de titres*⁷⁷ », qui permettent aux fournisseurs d'actifs ou de liquidités d'évaluer l'évolution de la qualité de l'opération et de demander plus de garanties (c'est-à-dire plus de collatéral pour couvrir l'opération) s'ils estiment que les conduits risquent de ne pas pouvoir tenir leurs obligations. En d'autres termes, si l'opération atteint une limite en termes de performance, les fournisseurs d'actifs ou de liquidités peuvent demander plus de garanties pour supporter l'opération. Si le conduit ne peut pas fournir plus de collatéral, les fournisseurs d'actifs ou de liquidités sont en droit de forcer le conduit à liquider l'opération pour pouvoir se rembourser. Prenons l'exemple d'un fournisseur d'actif qui couvre le risque d'un portefeuille de créances hypothécaires en concluant un contrat de SWAP avec un conduit. Il va mettre en place par exemple des triggers ; si 15 % des créances

⁷⁷Librement traduit de : "Any type of event that triggers a securities trade". Source: Investopedia. « Trade Trigger Definition ». Investopedia. "Trade trigger". Site de Investopedia, [Enligne]. <http://www.investopedia.com/terms/t/trade-trigger.asp> (Page consultée le 09/08/2014).

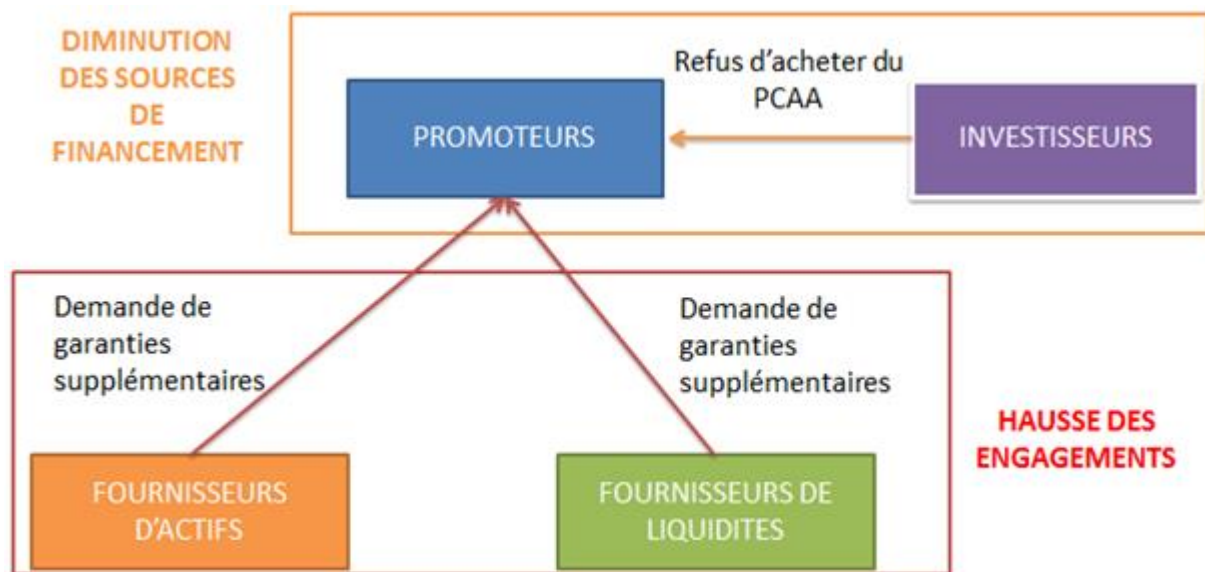
hypothécaires paient au-delà d'un mois, l'opération va atteindre une limite en termes de performance. Dans la mesure où il a signé un contrat de SWAP avec un conduit pour que ce dernier assure son risque, il va lui demander de mettre plus de collatéral si l'opération semble sous-performer (si elle atteint le niveau prédéfini de 15% dans notre exemple), pour s'assurer que le conduit peut s'acquitter de ses engagements. Une demande de collatéral supplémentaire représente donc une demande de garantie supplémentaire du fournisseur d'actif, car ce dernier pourra avoir recours sur le collatéral en cas de problème sur l'opération.

La crise a montré que l'existence de ces collatéraux est très dangereuse pour la liquidité d'un conduit sous-capitalisé si les parties prenantes à la chaîne de valeur perdent confiance. En effet, la perte de confiance pousse les fournisseurs d'actifs et de liquidités à demander plus de collatéral pour soutenir la viabilité des opérations, car ces derniers se mettent à douter (à l'image des investisseurs) de la qualité des opérations. Aussi, tandis que le risque de sélection adverse pousse les investisseurs à ne pas renouveler leurs investissements en PCAA, il pousse également les fournisseurs d'actifs et de liquidités à demander aux conduits de fournir des garanties supplémentaires sous peine de liquider les opérations en cours pour récupérer une partie de leur apport.

Le modèle d'affaires des promoteurs de PCAA non bancaire est donc extrêmement sensible à une perte de confiance, car ils n'ont pas de fonds propres et peu de liquidités. Si les parties prenantes de leur écosystème perdent confiance, leurs sources de financement s'assèchent tandis que leurs engagements augmentent. Une crise de confiance conduit donc les promoteurs de PCAA à subir un effet ciseau, mécanisme économique qui *« tient son nom de la figure qui peut apparaître lorsque l'on observe la courbe des produits et des charges d'une entreprise. [...], les produits baissant et les charges augmentant progressivement, les courbes vont venir se croiser et former un ciseau.*⁷⁸ »

⁷⁸ Les Echos. « Effet de ciseau, Lexique financier ». Site LesEchos.fr, [En ligne]. <http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition-effet-de-ciseau.html> (Page consultée le 09/08/2014).

Schéma n° 9 : effet ciseau en cas de perte de confiance



Source : auteur

Le risque de sélection adverse existant entre les parties prenantes aux modèles d'affaires du PCAA semble donc suffisant pour provoquer une crise de liquidité. En effet, la crise canadienne du PCAA démontre que, même en l'absence d'aléa moral, la sélection adverse peut faire naître une crise de confiance qui peut conduire à une crise de liquidité dans la mesure où la viabilité des opérations de PCAA repose sur la confiance.

Donc, même si le crédit est bon, les opérations doivent être transparentes. Dans le cas contraire, un choc endogène ou exogène peut provoquer une crise de confiance qui se soldera par l'insolvabilité probable des conduits, car sans confiance :

- le risque de sélection adverse pousse les fournisseurs d'actifs à demander une hausse des garanties,
- le risque de sélection adverse pousse les fournisseurs de liquidités à demander une hausse des garanties ou un remboursement des prêts,
- le risque de sélection adverse pousse les investisseurs à ne pas renouveler leurs investissements en PCAA.

4.2. Du gel du marché à l'adoption d'un plan de transaction [fin août à octobre 2007]

Cette seconde phase de notre analyse longitudinale cherche à mettre en exergue les étapes clés ayant permis de restaurer la confiance des acteurs du marché. Deux temps forts de la restauration de la confiance seront différenciés : la recherche d'une solution communautaire qui conduira à la naissance de l'accord de Montréal, et l'adoption d'un plan de transaction suite à l'utilisation originale de la LACC.

4.2.1. La recherche d'une solution communautaire par les grands détenteurs de PCAA non bancaire...

4.2.1.1. Survol des parties prenantes intéressées par la mise en place d'une solution communautaire

Suite au gel du marché du PCAA non bancaire le 14 août 2007, « *le créneau au complet s'est trouvé paralysé, et les grands détenteurs, comme la Caisse et la Banque Nationale, ont décidé de décréter un moratoire* » (Desjardins, 2009).

Tableau n° 13 : la recherche d'une solution de crise sous l'impulsion des grands détenteurs dans le discours des interviewés

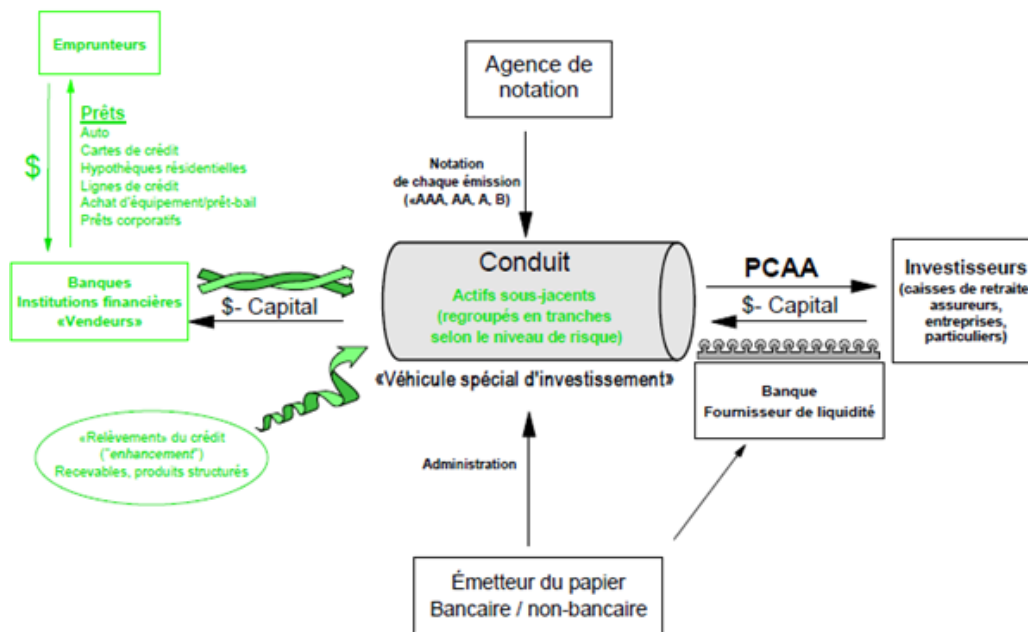
« Pour la résolution, au Canada la CDPQ a cherché à rejoindre les principaux intervenants québécois du marché : la caisse Desjardins, la Banque Nationale et PSP Investissement. La CDPQ est allé leur dire : à nous quatre on représente une énorme partie de ce marché-là, est-ce qu'on s'entend plutôt que de laisser couler le marché ? » (Interviewé 1)
--

« Henri Paul Rousseau (ndlr. Président de la CDPQ) et des opérateurs qui souffraient [...] ont réussi à concevoir des arrangements qui permettent de récupérer à terme ce qui était perdu le 1er jour. Et ça peut finir avec une somme nulle. » (Interviewé 5)
--

La Caisse des Dépôts et Placements du Québec (CDPQ) et Banque Nationale, qui avaient respectivement investies 13 200 et 1 253 millions de dollars (The Globe and Mail, 2007) dans du PCAA, ont organisé la première réunion de crise. Au lendemain de cette réunion, d'autres parties prenantes du marché ont rejoint la CDPQ et Banque Nationale pour réfléchir à une solution visant à sortir de cette crise de liquidité née d'une crise de confiance. En déroulant la

chaîne d'intermédiation visant à transformer des créances diverses en PCAA (présentée dans le schéma ci-dessous), analysons les parties prenantes principales qui ont été impactées par le « gel » des 32 milliards de dollars CAD de PCAA non bancaire, et qui avaient donc intérêt à la mise en œuvre d'une solution communautaire.

Schéma n°10 : Structure typique d'un PCAA



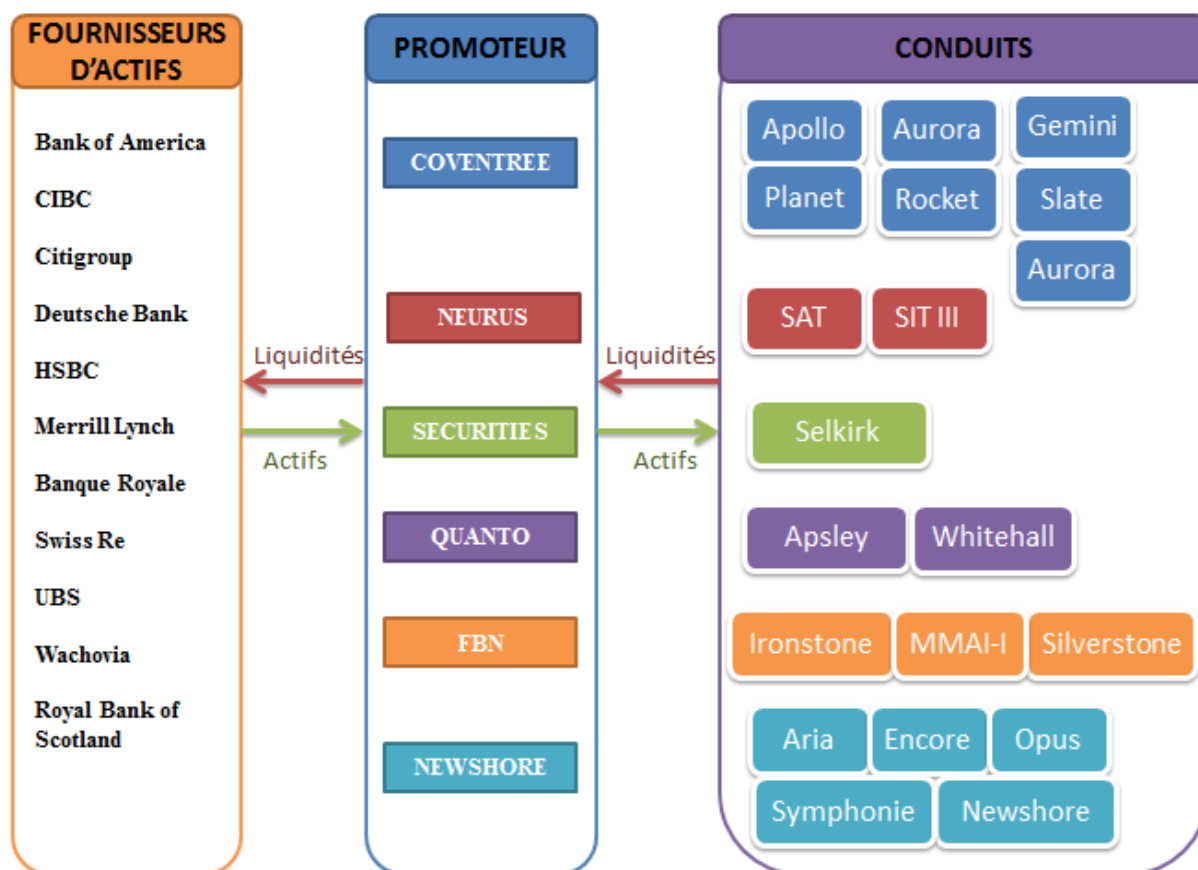
Source : Lizée, M. (2008), « La crise des PCAA: regard fiduciaire et leçons à retenir », Présentation au Séminaire 2008 de la FTQ sur les régimes complémentaires de retraite.

Les **Fournisseurs d'Actifs** se situent en amont de l'opération. Il s'agit des « banques d'affaires, banques commerciales et autres entités suivantes qui ont conclu des Swaps sur Défaillance de Crédit avec, et/ou ont vendu des actifs sous forme de créances avec flux groupés à un ou plusieurs des conduits de PCAA directement ou non par l'entremise de fiducies satellites » (Document d'information LACC, 2008, p. 180).

Puis, interviennent les acteurs clés du marché : les **promoteurs**. Bien que ce soit les conduits de ces promoteurs qui aient été insolvable, rappelons que ces conduits sont des coquilles vides constituées par des promoteurs « qui concluent des marchés avec des fournisseurs d'actifs et captent l'excédent d'écart sur ces opérations » (Document d'information LACC, 2008, p. 187).

La recherche d'une solution communautaire (qui prendra le nom d'Accord de Montréal) vise 11 fournisseurs d'Actifs et 6 promoteurs. Le gel du marché a touché 22 conduits émettant du PCAA pour le compte de ces promoteurs, mais seul 20 d'entre eux ont été visés par l'Accord.

Schéma n°11 : fournisseurs d'actifs, promoteurs et conduits visés par l'Accord de Montréal

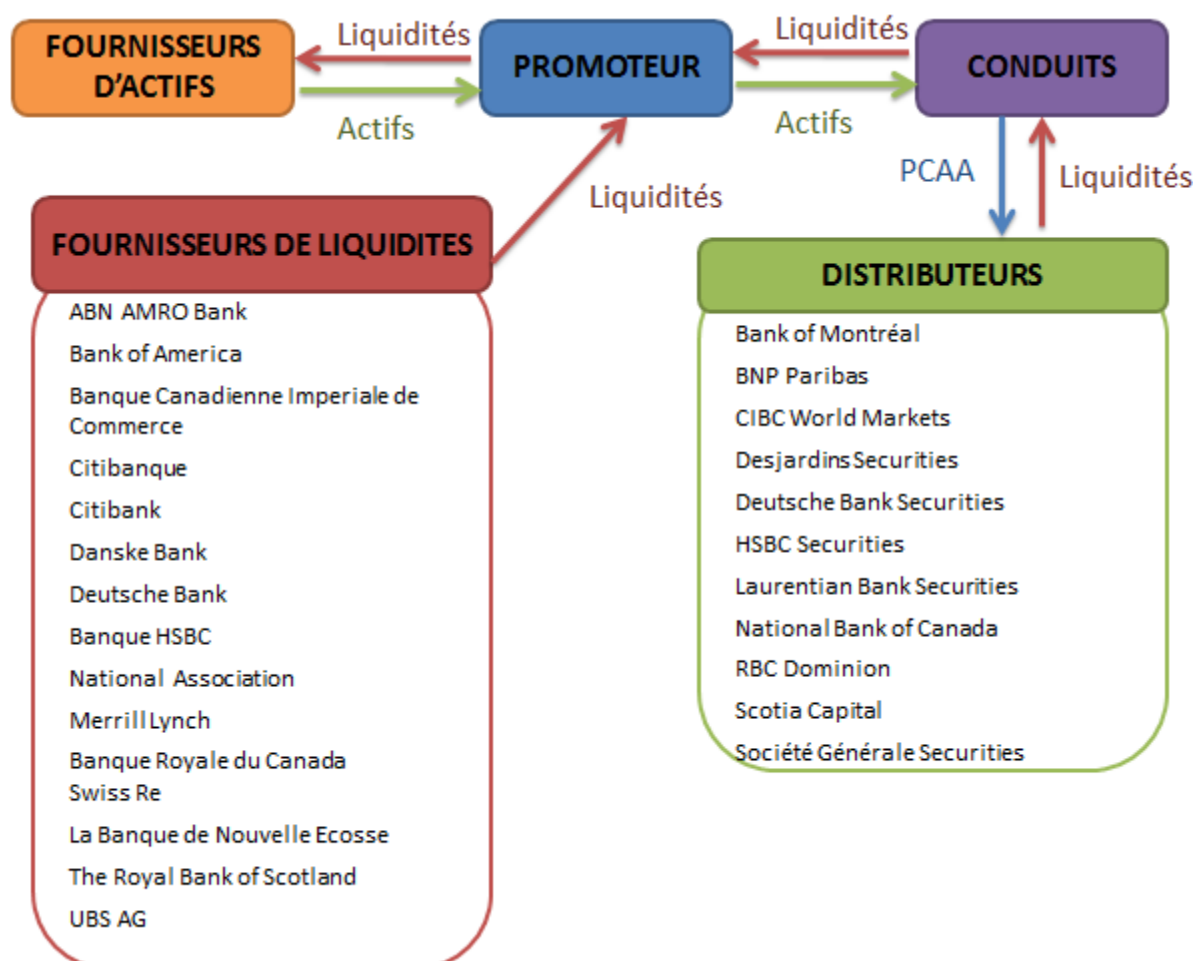


Source : Adapté du Document d'information LACC (2008)

Les conduits ne disposant pas de fonds propres ou de liquidités suffisants pour leur permettre d'acheter les actifs aux promoteurs. Ils ont recours à des **fournisseurs de liquidités** pour financer les opérations le temps que des PCAA soient émis sur le marché. Ils recourent également à des fournisseurs de liquidités pour obtenir une convention de liquidité « *qui permet de créer une facilité de liquidité pour un programme de PCAA qui peut servir à financer le remboursement de PCAA à l'échéance, y compris les modalités et les détails des circonstances en vertu desquelles un soutien en liquidité sera fourni* » (Document d'information LACC, 2008, p. 175).

Le PCAA peut être distribué soit par des **agents de placement** « habituellement le service de négociation des titres d'une banque d'investissement qui commercialise le PCAA auprès des investisseurs » (Document d'information LACC, 2008, p. 170), soit par des **courtiers** qui sont des « établissements financiers ou intermédiaires ayant vendu, directement ou non, du PCAA visé à un ou plusieurs Porteurs de Billets, ou qui a procuré des conseils à l'égard de la vente et l'achat de PCAA visé » (Document d'information LACC, 2008, p. 176).

Schéma n°12 : Fournisseurs de liquidités et distributeurs de PCAA visés par l'Accord de Montréal

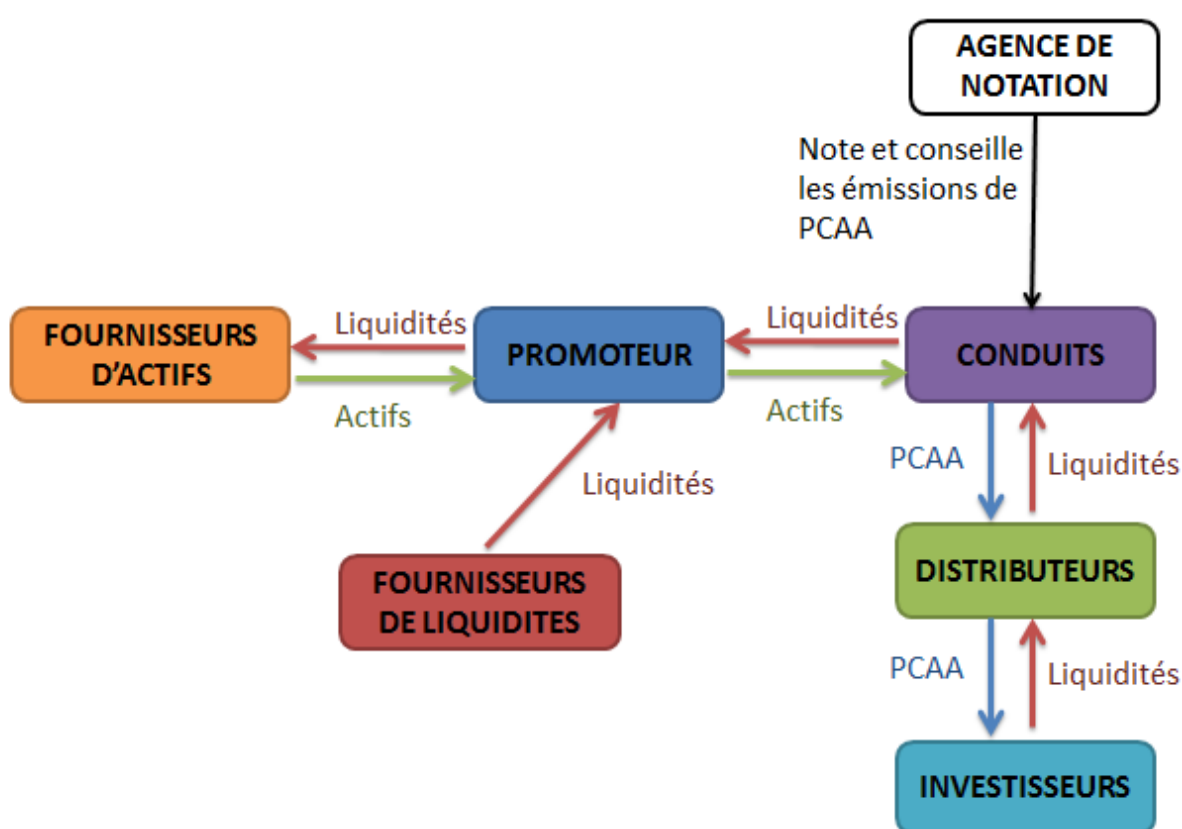


Source : adapté du Document d'information LACC, 2008 et de Chant, J. (2008). "The ABCP Crisis in Canada: The Implications for the Regulation of Financial Markets". Sur le site Expert Panel on Securities Regulation, [En ligne]. <http://www.expertpanel.ca/eng/reports/research-studies/index.html> (Page consultée le 15/06/2014).

L'agence de notation Dominion Bond Rating Services (DBRS) fut la seule agence de notation partie prenante lors de l'arrêt du marché, suite au retrait des agences américaines.

Enfin, les investisseurs en PCAA sont les dernières parties prenantes principales concernées par l'Accord de Montréal. 75 investisseurs institutionnels et environ 1800 investisseurs particuliers se sont retrouvés porteurs de PCAA gelés. La liste de ces porteurs et de leur investissement en millions de dollars se trouve en annexe A.

Schéma n°13 : Parties prenantes visées par l'Accord de Montréal



L'Accord de Montréal, modèle unique de « contre-gel » du marché concerne toutes les parties prenantes précitées, mais est né sous la seule impulsion de dix-sept investisseurs, qui ont formé le comité pancanadien des investisseurs de papier commercial structuré adossé à des actifs émis par des tiers : (1) ATB Financial, (2) CDPQ, (3) Corporation Canaccord Capital, (4) Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement, (5) Société Canadienne des postes, (6) Credit Union Central Alberta Limited, (7) Credit Union Central of British Columbia, (8) Credit Union Central of Canada, (9) Credit Union Central of Ontario, (10) Credit Union

Central of Saskatchewan, (11) Groupe Desjardins, (12) Magna International Inc., (13) Banque Nationale, (14) NAV Canada, (15) Northwater Capital Management Inc., (16) Investissements PSP, et (17) l'Université d'Alberta (Document d'information LACC, 2008).

4.2.1.2. Naissance de l'Accord de Montréal et adoption du plan de transaction

La création de l'Accord de Montréal fut officialisée le 16 août 2007 suite à une annonce du comité par voie de presse. Ce communiqué de presse fit état de la volonté du comité de restructurer le marché du PCAA et entérina la décision d'avoir recours au service de la compagnie Ernst & Young comme conseiller juridique et contrôleur des opérations de négociations. La première action menée par le comité fut l'identification des porteurs de PCAA gelés. Puis, le 5 septembre 2007, maître Purdy Crawford, avocat torontois et membre de l'Ordre du Canada fut nommé président du comité.

Dès lors, le comité commença à travailler à l'ébauche d'un plan de transaction. Le 27 septembre 2007, la firme JPMorgan (JPM) se joignit au comité en tant que conseiller financier. Il lui fut assigné les missions principales suivantes :

- 1 -se renseigner sur les conduits,
- 2 - juger les différentes propositions de restructuration,
- 3 - recueillir les avis des parties prenantes sur les différentes propositions,
- 4 - assister le comité dans les négociations,
- 5 - assurer la transparence du processus en informant les investisseurs.

Source : rapport de JPMorgan sur la restructuration dans Document d'information LACC, 2008, p. 98.

Après des débuts difficiles liés au manque de transparence du marché et au refus des fournisseurs d'actifs et des promoteurs de transmettre à JPM des informations confidentielles, dix plans de restructuration furent proposés à la négociation. Sur ces dix propositions, une fut retenue le 26 novembre 2007.

Trois évènements marquèrent la finalisation du plan durant les mois de janvier et février :

- le comité dû financer des auditeurs externes (Miller Thomson et PWC) à la demande d'un comité *ad hoc* de porteur de billets,
- la société Blackrock fut nommée gestionnaire et administrateur des actifs des nouveaux conduits qui allaient être mis en place,
- aucune agence de notation, mis à part DBRS, n'accepta de noter le PCAA qui serait échangé contre le PCAA gelé.

Le 17 mars 2008, soit sept mois après le gel du marché, le comité, en tant que personne morale, engagea une procédure judiciaire dans le cadre de la LACC en déposant un plan de transaction et d'arrangement auprès de la cour supérieure de justice de l'Ontario. Ce plan, sanctionné par la cour de l'Ontario et envoyé aux porteurs de billets le 20 mars 2008, visait l'atteinte de cinq objectifs majeurs :

- 1 - un échange des billets à court terme contre des billets à plus long terme,
- 2 - un traitement différencié des actifs traditionnels, synthétiques et inadmissibles,
- 3 - la mise en place d'un conduit avec autofinancement et d'un conduit partiellement auto assuré,
- 4 - l'obtention de quittance pour les parties prenantes au plan,
- 5 - la création de plus de transparence sur le marché.

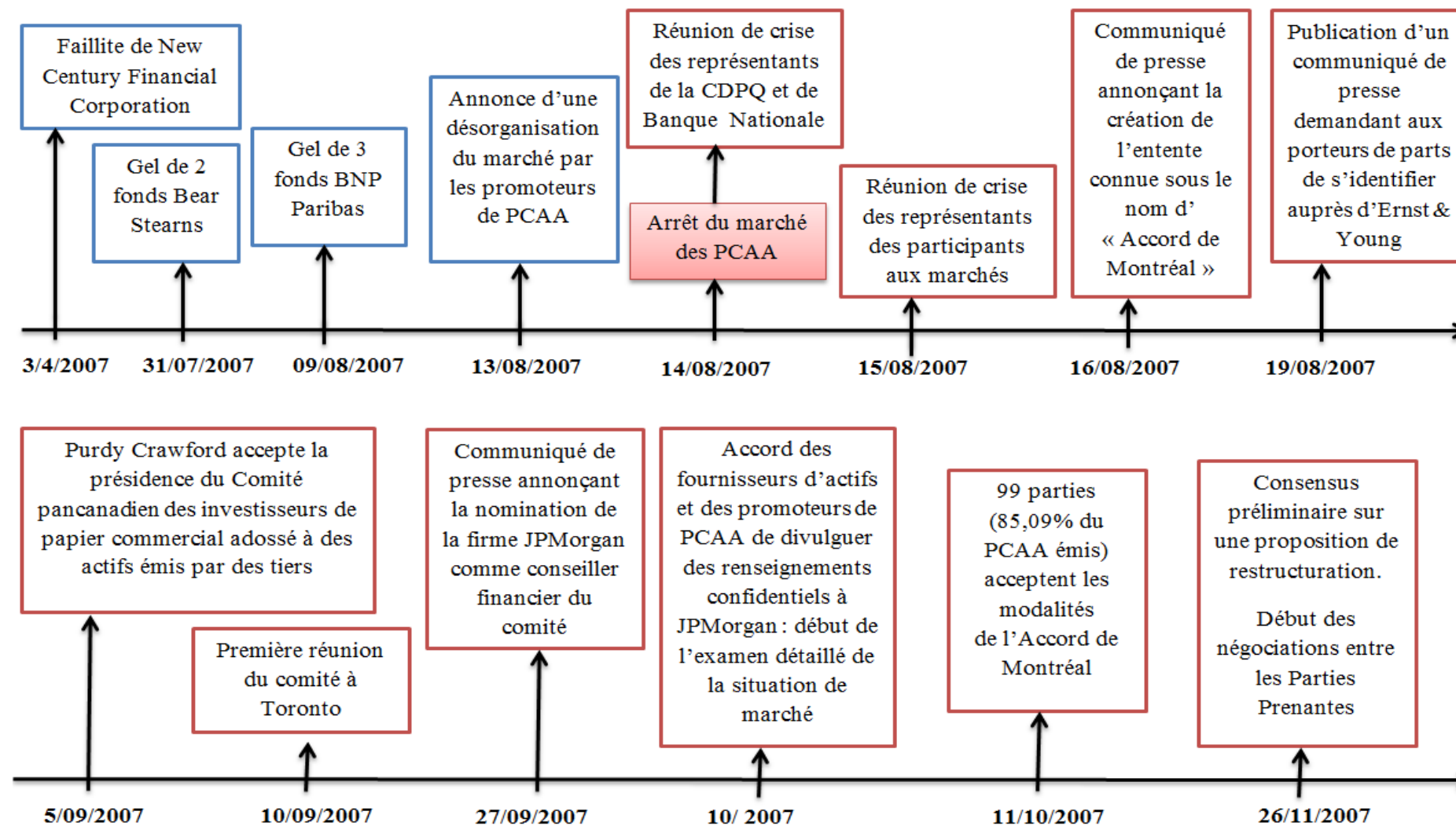
Source : Lettre de Purdy Crawford aux porteurs de billets dans Document d'information LACC, 2008, p.2.

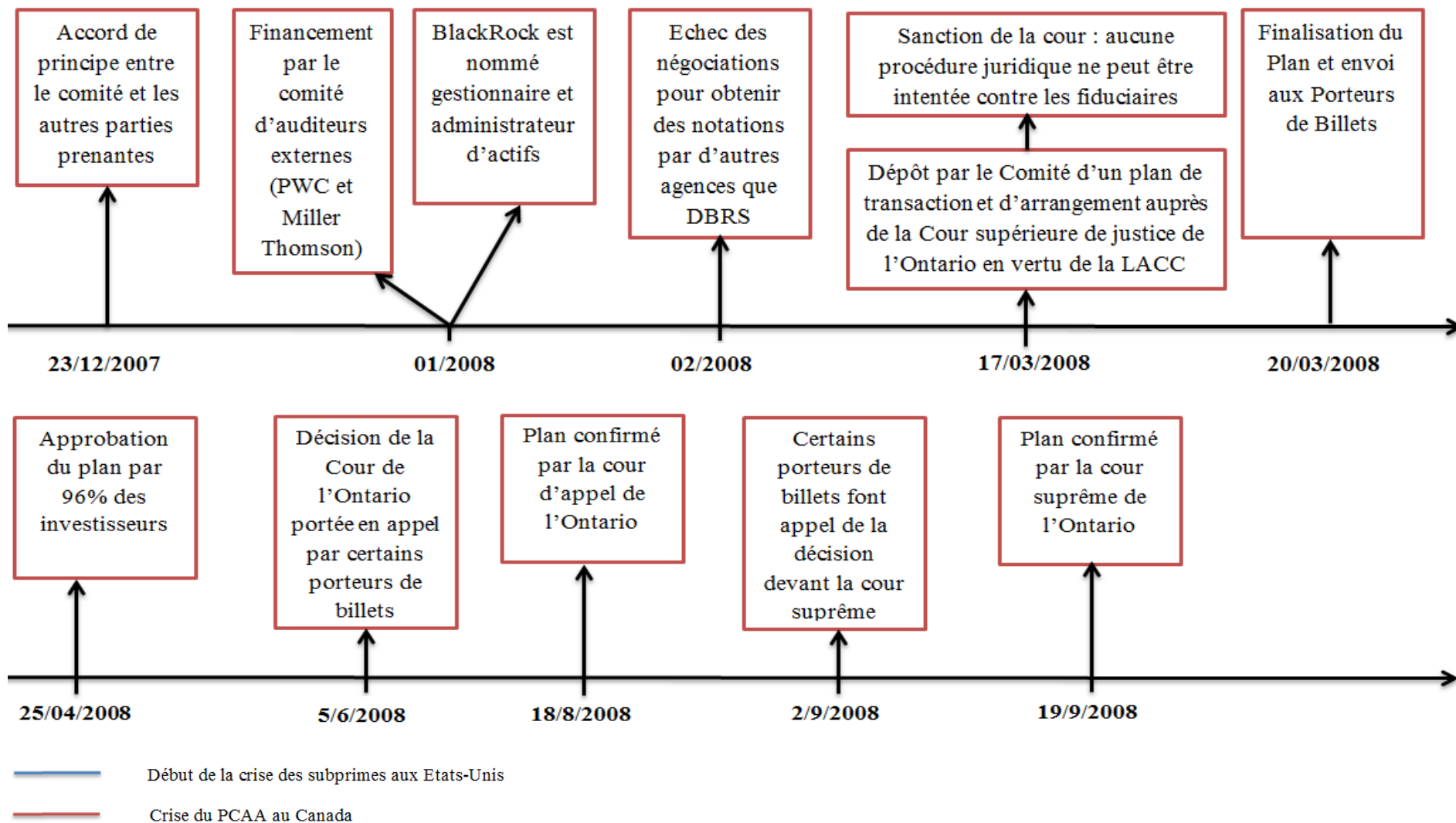
Pour pouvoir être mis en vigueur, le Plan nécessitait une double approbation : d'une part, celle des porteurs de billets qui constituent la majorité en nombre et au moins 66% du montant total en capital de PCAA visé (majorité double), et d'autre part, celle de la cour qui doit homologuer le plan en vertu de la LACC (Document d'information LACC, 2008, p. 145).

Les investisseurs ont été invités à se prononcer le 25 avril 2008. Sur les 100 investisseurs institutionnels et les 1800 investisseurs individuels, la majorité double a été largement atteinte : 95,9 % des investisseurs en nombre et 97,3% des investisseurs en capital ont approuvé le plan (Desjardins, 2008b). La cour de l'Ontario ayant également approuvé le plan, ce dernier « *s'applique alors à tous les créanciers lésés, même ceux qui ont voté contre* » (Bélanger et al., 2008).

Malgré cette franche approbation, un point litigieux poussa un groupe de porteurs de billets à porter la décision en appel le 5 juin 2008 : l'obtention d'une quittance complète pour les parties engagées dans le plan. En effet, l'adoption du plan par les investisseurs signifiait l'adoption d'une quittance complète envers les participants du marché, c'est-à-dire un « *abandon complet de toutes les réclamations des investisseurs contre les participants au marché du PCAA, notamment les courtiers en valeurs qui ont vendu du PCAA aux investisseurs* » (Bélanger et al., 2008). Malgré ce contretemps, le plan fut définitivement confirmé le 19 septembre 2008 après être passé devant la cour d'appel d'Ontario, puis devant la Cour Suprême du Canada.

Chronologie n°1 : Mise en œuvre de l'Accord de Montréal





4.2.2. ... Conduit à la mise en œuvre d'un plan de transaction qui permet de restaurer la confiance des acteurs du marché

4.2.2.1. Restructurer pour restaurer la confiance du marché...

Nous allons voir que la restructuration qui eut lieu grâce à l'Accord de Montréal permis de restaurer la confiance des acteurs du marché, car elle permit dans un premier temps de favoriser la coopération d'acteurs aux intérêts, pourtant contradictoires voir conflictuels. Une fois la coopération des acteurs acquise, elle permit de restaurer la transparence et la liquidité du marché et donc de restaurer la confiance.

Lorsque la restructuration commença, les investisseurs constatèrent avec plus d'acuité encore l'opacité du marché liée au modèle d'affaires du PCAA non bancaire et aux clauses de confidentialités qui liaient les fournisseurs d'actifs, les fournisseurs de liquidités, les promoteurs et DBRS. La tâche de restructuration était d'autant plus difficile que les acteurs du marché avaient souvent des intérêts conflictuels. Pour exemple, les promoteurs défendaient l'idée de l'existence d'un cas de perturbation de marché pour pouvoir obtenir des fournisseurs de liquidités des lignes de crédit tandis que les fournisseurs de liquidités prônaient l'inverse. Face au manque de transparence du marché et à l'existence de multiples intérêts contradictoires, la réussite de l'Accord ne pouvait passer que par la coopération de tous les acteurs de marché. Aussi, pour restaurer la transparence et donc aligner les intérêts des parties prenantes à la restructuration, l'Accord de Montréal accorda des quittances très larges. Ces quittances, visant à empêcher « *les Porteurs de Billets et d'autres parties d'intenter des poursuites au titre de toute perte ou de tout dommage qu'ils subissent ou qu'ils ont subis sur leurs investissements en PCAA visé* » (Document d'information LACC, 2008, p. xi), étaient une condition requise par les parties prenantes pour qu'elles acceptent de coopérer et de contribuer individuellement à la réussite du plan. Les quittances furent donc accordées, car face à l'opacité du marché, la contribution de chaque partie prenante était « *nécessaire au plan, sans quoi le Plan ne peut pas être mis en œuvre* » (Document d'information LACC, 2008, p. 137).

Tableau n°14 : Le rôle des quittances dans le discours des interviewés

Face à l'asymétrie d'information...	« <i>Je demande à voir qu'elles sont les entreprises, la note de crédit de chacune (ndlr. des opérations de PCAA), mais le manufacturier</i>
--	--

	me dit il y a des ententes de confidentialité qui font que pour éviter que les clients de Deutsche Bank soient rendus publiques, il ne lui est pas permis de dévoiler quelles sont les entreprises qui sont dans le PCAA, parce que c'est une information stratégique, c'est leur client. Je me retrouve dans la situation où je ne me fais pas rembourser à l'échéance et on ne peut pas me dire ce que j'ai dans le produit qui est en défaut. Le manufacturier répond que l'entente c'est qu'on a l'appui de DBRS qui eux savent qui sont les entreprises. Mais eux aussi ont passé une entente de confidentialité.» (Interviewé 1) « Par exemple quand Deutsche Bank vendait, elle ne fournissait pas l'underlying asset en totalité, mais juste une tranche de portefeuille et elle démontrait que la tranche était triple A. Le trust et DBRS ne connaissaient pas la composition du portefeuille en totalité. » (Interviewé 3) « Et avant d'obtenir la transparence, ça a pris des mois. La complète transparence on l'a obtenu comme en octobre 2007, alors que les discussions avaient commencé en début 2007. Ils ne voulaient pas donner les détails, les termes des transactions, ils ne voulaient pas montrer combien ils faisaient d'argent fondamentalement. » (Interviewé 4) « Même plusieurs mois plus tard, dans certains véhicules on ne savait pas ce qu'il y avait dans les paniers d'actifs, donc une fois que le doute a été semé, c'est paniers d'actifs-là, est ce que c'était des actifs canadiens, américains ou bien venant d'autres pays et lesquels ? » (Interviewé 7)
...les quittances permettent de créer une volonté de coopération.	« Les manufacturiers, fournisseurs d'actifs et agences nous disent que si on veut savoir, on doit signer une quittance avant de commencer à discuter. En tant qu'investisseur, je ne sais pas ce qu'il y a là-dedans donc comment je peux faire pour m'en tirer ? Les banques savaient ça et c'est pour ça qu'elles ont imposé la quittance tout de suite avant de commencer à discuter. » (Interviewé 1)

	« <i>En échange de la restructuration, les gens sont allés chercher des quittances et ça a fait grand bruit.</i> » (Interviewé 3)
--	---

Suite à l'obtention des quittances en octobre 2007, les acteurs du marché acceptèrent de transmettre à JPM les informations confidentielles nécessaires à la restructuration. Aussi, l'adoption des quittances permit d'atteindre le premier objectif de la restructuration : la transparence.

Les quittances permirent également de stabiliser le marché du PCAA. En effet, en favorisant le dialogue avec les fournisseurs d'actifs et de liquidités, le comité put mener des actions visant à réduire l'effet ciseau subi par les conduits. En premier lieu, l'Accord de Montréal gela les demandes de liquidités de la part des conduits aux fournisseurs de liquidités pendant 150 jours, et négocia dans le même temps des lignes de liquidités de type mondial. Ces lignes de liquidités de type mondial furent accordées, ce qui permit d'assurer le roulement futur du PCAA et un partage égal du risque de liquidité entre les investisseurs et les fournisseurs de liquidités. Également, l'Accord de Montréal annula les triggers sur les opérations sur une période de 60 jours, ce qui gela les demandes de collatéral. Il fut alors négocié une modification des types de triggers utilisés : les triggers à la valeur de marché qui prévalaient avant la crise furent remplacés par des triggers de type écart/perte, c'est-à-dire reflétant les pertes réelles plutôt que les pertes en valeur de marché. La modification des triggers adoptée par le plan diminue le risque de liquidité des opérations, car les triggers écart/perte évitent les effets procycliques liés à une évaluation à la valeur de marché et, car « *les niveaux proposés dans le plan sont fixés de telle sorte que la vraisemblance d'un cas de déclencheur devient beaucoup plus faible* » (Document d'information LACC, 2008, p. 74). Aussi, en favorisant la coopération par le biais de quittances, l'Accord de Montréal permit de restaurer la transparence et de stabiliser le marché en diminuant le risque de liquidité.

Le second risque de liquidité à résoudre fut le problème de l'écart de maturité entre les PCAA et les sous-jacents. Il fut alors décidé d'adosser les PCAA à court terme sur les actifs à long terme. Pour ce faire, les PCAA gelés furent « *échangés contre des billets relatifs au plan à long terme qui sont conçus afin de concorder avec les actifs sous-jacents* » (Document d'information LACC, 2008, p. 61). En d'autres termes, les nouveaux billets émis allaient atteindre leur maturité en même temps que les actifs sur lesquels ils sont adossés. Ce faisant, le risque de liquidité diminue, puisqu'un non-roulement des PCAA ne provoquera pas

immédiatement un échec de l'opération. En convertissant le papier, le refinancement ne devient plus vital.

4.2.2.2. ... Et faire renaitre le marché

Le risque de liquidité ayant été résolu, il fut temps d'envisager la restructuration opérationnelle du marché. Pour retrouver la confiance des acteurs du modèle d'affaires du PCAA non bancaire, il était essentiel que la restructuration permette de mettre en place un marché où les opérations seraient transparentes, tant en termes de fonctionnement que de produit.

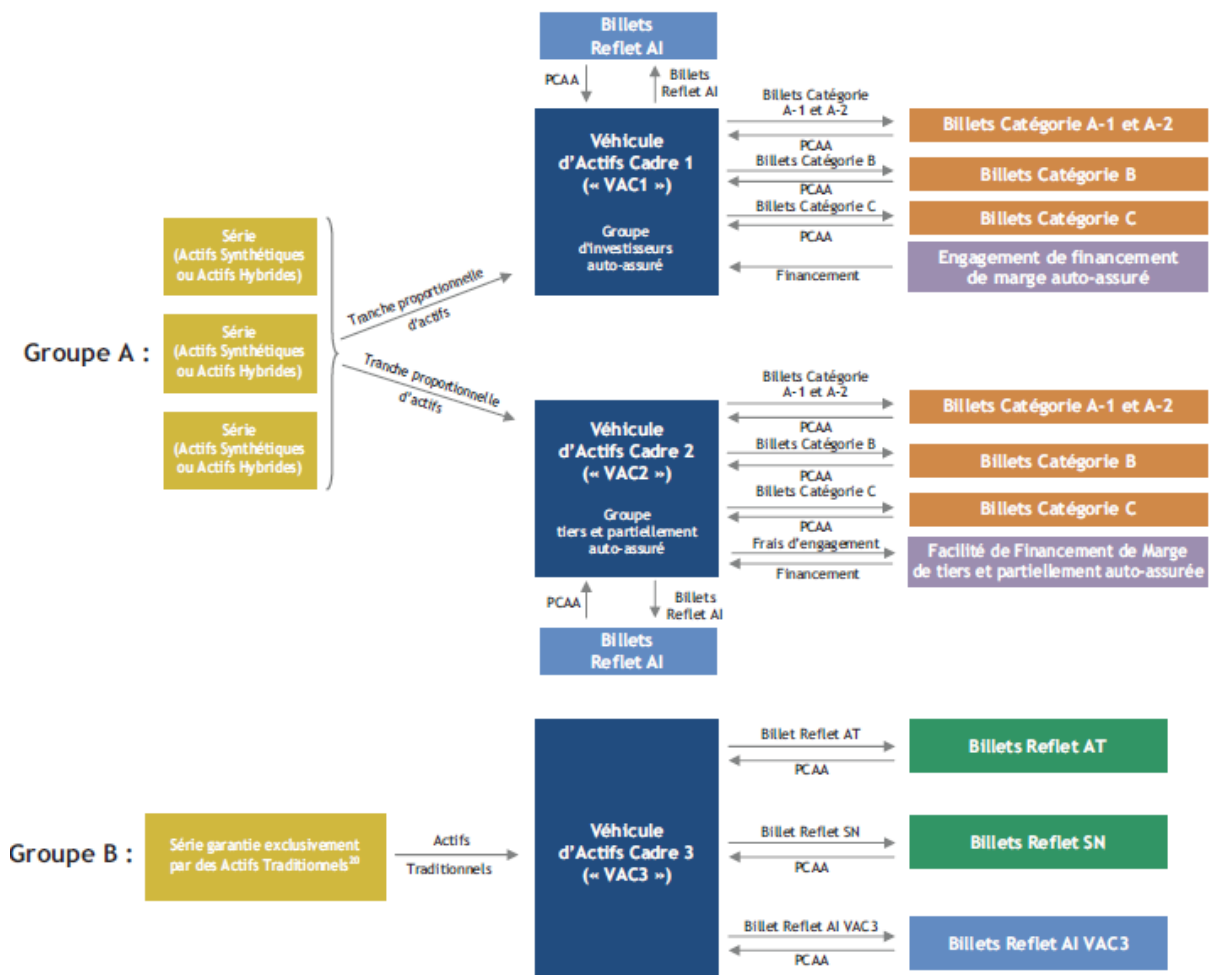
Pour ce faire, les 22 conduits furent remplacés par trois conduits dénommés Véhicule d'Actifs Cadre 1 (VAC1), Véhicule d'Actifs Cadre 2 (VAC2), et Véhicule d'Actifs Cadre 3 (VAC3). Le choix de trois véhicules s'explique par une volonté d'émettre des Billets à Terme (BAT) dont les sous-jacents peuvent être distingués. Aussi, VAC1 et VAC2 émettent-ils des BAT dont les sous-jacents sont exclusivement synthétiques, tandis que VAC3 émet des BAT dont les sous-jacents sont exclusivement traditionnels.

Une distinction supplémentaire peut être faite entre VAC1 et VAC2 : la facilité de financement. Tandis que dans VAC1, « *les participants financeront leur quote-part de la facilité de financement de marge* » (Document d'information LACC, 2008, p. 61), dans VAC2 la facilité de financement « *sera établie et financée par un groupe de prêteurs tiers* » (Document d'information LACC, 2008, p. 62). De plus, la valeur des BAT nouvellement émis par les véhicules sera égale au montant du PCAA gelé moins les actifs dits inadmissibles, c'est-à-dire les actifs ayant été jugés par les experts comme « *inadmissibles pour la mise en commun dans un VAC en raison de leur exposition aux prêts hypothécaires à risque américain ou à d'autres prêts hypothécaires de transformation de l'avoir américain* » (Document d'information LACC, 2008, p. 170).

Le plan offre donc plus de transparence « *en apportant des solutions distinctes, (i) pour le PCAA visé qui est soutenu uniquement par des Actifs traditionnels, (ii) pour le PCAA visé qui est soutenu uniquement par des Actifs synthétiques et hybrides, et (iii) pour le PCAA visé qui est soutenu, dans une large mesure, par des actifs exposés au marché à risque américain* » (Document d'information LACC, 2008, p. 170). Les BAT nouvellement émis sont également

plus transparents pour les investisseurs dans la mesure où les lignes de liquidités des conduits VAC répondent à des caractéristiques précises et sont au choix des investisseurs.

Schéma n°14 : Diagramme du plan de transaction



Source : Document d'information LACC, 2008, p. 63.

La transparence du marché passa également par l'entente des parties prenantes sur deux points clés : la notation des billets et le partage d'informations. En premier lieu, la notation de DBRS fut améliorée au regard du risque de liquidité, car il fut admis que «*les PCAA canadiens ne peuvent plus obtenir la cote de crédit la plus élevée de DBRS si le concours de trésorerie pour les PCAA contient une clause relative à la désorganisation des marchés à titre de condition préalable à leur utilisation*» (Masse et Rueter, 2007). En second lieu, les fournisseurs d'actifs et les promoteurs de PCAA s'accordèrent pour partager les informations sur les opérations avec les investisseurs (Document d'information LACC, 2008).

Toutes ces étapes visant à améliorer la transparence avaient pour but avoué d' « *entraîner une liquidité améliorée des billets relatifs au plan et engendrer une plus grande confiance dans la qualité globale des actifs des VAC* » (Document d'information LACC, 2008, p. 74).

Chapitre 5 : Retour sur la démarche utilisée

Dans le cadre de notre recherche, nous sommes partis de l'étude de données secondaires (accord de Montréal, articles professionnels et de recherche sur la crise du PCAA) que nous avons souhaité éclairer à l'aide de données primaires (interviews avec des experts financiers et en gestion des risques et des acteurs de la crise du PCAA), dans la mesure où « *les données primaires et secondaires sont complémentaires tout au long du processus de recherche* » (Thietart et. coll., 2007, p.95).

De plus, notre étude de cas se basant majoritairement sur le rapport de restructuration, il était essentiel de trianguler cette information avec d'autres documents pour éviter un biais de déclaration trop important. En effet, même si ce document traduit « la vérité comme dit devant un juge », nous n'oublions pas qu'il s'adresse à un public très spécifique (les créanciers lésés), et qu'il a pour but l'approbation du plan. Aussi, le document est probablement doté d'un biais déclaratif, même si les personnes qui l'ont conçu ne s'en sont pas rendu compte, car il est un outil de communication d'un groupe de parties prenantes envers un autre groupe de parties prenantes visant un but précis (Yin, 2005). Nous avons donc triangulé les informations fournies par le rapport de restructuration en utilisant divers documents (articles de presse, rapports d'experts), et en réalisant des entretiens. Cette triangulation nous a permis de faire émerger des « *champs d'enquête convergents*⁷⁹ » (p. 98) et donc de donner une validité plus grande à notre étude de cas.

Voici les avantages et inconvénients des deux types de sources que nous mobilisons selon Yin (2005) :

	FORCES	FAIBLESSES
Documents	Les documents sont stables dans le sens où ils peuvent être revus plusieurs fois. Ils sont également discrets, car ils ne sont pas créés en conséquence de l'étude de cas. Ils sont précis : ils contiennent des noms, des références et des détails de l'évènement.	La récupération peut être moindre. Biais de sélection si la collecte est incomplète. Biais de déclaration qui reflète les biais (non connus) de l'auteur. L'accès peut être rendu difficile ou impossible délibérément.

⁷⁹Librement traduit de : “converging lines of inquiry”

	Ils couvrent un vaste intervalle de temps, beaucoup d'évènements et beaucoup de paramètres.	
Entretiens	Ciblés : ils se concentrent sur le sujet de l'étude de cas. Éclairés : ils fournissent un aperçu des conclusions causales.	Biais liés à des questions mal conçues. Biais de réponses. Inexactitudes liées à une mauvaise mémoire. Réflexivité : les interviewés donnent à l'interviewer ce qu'il veut entendre.

Source : Adapté de Yin (2005), p. 86

Notre étude faisant intervenir des données qui retracent à posteriori l'évolution d'un phénomène, deux biais particuliers peuvent avoir affecté la validité de nos entretiens : l'oubli et la rationalisation à posteriori. La validité de nos interviews peut aussi être remise en cause, car tous les interviewés ont estimé que l'Accord de Montréal avait permis de sauver le marché du Canada d'une grave crise. Or, comme le souligne Van de Ven (2007), « *la connaissance antérieure du résultat d'un changement organisationnel peut aussi influencer une étude. Ceci est particulièrement vrai si l'évaluation finale valorise le résultat comme un succès ou un échec, efficace ou inefficace*⁸⁰ » (p. 11).

En ce qui concerne l'utilisation des données secondaires, il est important de souligner que ces dernières peuvent également être subjectives, car « *les acteurs d'organisations donnant accès à des données secondaires internes peuvent en fait intervenir sur le processus de construction de la base de données, tant par ce qu'ils auront mis en exergue que par ce qu'ils auront omis ou dissimulé* » (Thietart et. coll., 2007, p.89). Aussi, les données secondaires sont des constructions d'acteurs qui peuvent être biaisées au même titre que les données primaires.

⁸⁰Librement traduit de: "However, prior knowledge of the outcome of an organizational change also may bias a study. This is especially true if the final assessment valorizes the outcome as a success or failure, effective or ineffective."

Conclusion

Les causes de la crise américaine de 2007/2008 ont été largement étudiées tant, par les professionnels que par les chercheurs académiques. Étonnamment, peu de recherches ont été menées en science de gestion (incluant les domaines de la stratégie, de la gouvernance et de la gestion des risques) sur la crise canadienne, alors même que cette crise a été dénouée par un arrangement tout à fait original entre les différentes parties prenantes impliquées. Il apparaît clairement aujourd'hui qu'on n'a pas reconnu sur le moment le nombre et la diversité des phénomènes réunis au sein de la crise des subprimes, et qu'on ne distinguait pas les différentes crises et leurs causes particulières. Le temps écoulé depuis la crise a permis à la recherche de prendre conscience de ces différentes crises, et de mieux les étudier dans le but de développer les connaissances permettant d'éviter, ou de mieux gérer la prochaine crise financière. La crise canadienne a alors été assimilée sans nuances à une crise des subprimes de moins grande envergure. Pourtant, bien qu'il ne fasse aucun doute que la crise du PCAA canadien a été provoquée par la crise américaine, cette crise est d'une toute autre nature.

La crise américaine est née d'une perte de la responsabilité fiduciaire des acteurs du modèle d'affaires du PCAA qui ont accordé des prêts à des personnes ne pouvant pas respecter leurs engagements. Comme nous l'avons largement évoqué dans notre revue de la littérature, cet affaiblissement de la responsabilité fiduciaire des institutions s'explique par le cadre institutionnel, mais surtout par la défaillance du modèle d'affaires du PCAA qui a conduit à une hausse de l'aléa moral des acteurs du processus de titrisation. En effet, l'adoption d'un modèle d'affaires de type *Originate to Distribute* par les institutions financières bancaires et non bancaires américaines a conduit à la dégradation des sous-jacents aux opérations de PCAA, et à la crise de crédit la plus importante du 21^e siècle comme le confirme notre étude empirique :

« Pour moi le problème aux États-Unis était beaucoup plus fondamental, car c'était un problème de mauvais comportement dans le sens de prêter à des gens qui ne peuvent pas rembourser. » (Interviewé 1)

« Alors les financiers américains ont dit, pour maintenir la croissance, s'ils n'ont pas assez de revenus on va leur prêter de l'argent. Et c'est là qu'est arrivée l'affaire des subprimes et des crédits consentis de façon pratiquement ridicule. » (Interviewé 5)

« Pour moi la crise c'est vraiment l'aléa moral des courtiers et des banques puisqu'ils n'assumaient plus le risque additionnel qui était déplacé vers les CDO. » (Interviewé 6)

Il faut pour autant relever que cette réalité est propre à la crise des subprimes, car bien que la crise canadienne ait été provoquée par la crise américaine, elle est loin d'être un reflet de cette dernière. En effet, la crise de liquidité canadienne n'est pas née d'une crise du crédit à l'image de la crise américaine :

« Les banques (ndlr. Canadiennes) n'avaient pas prêté à des gens qui ne peuvent pas rembourser et les entreprises derrière le PCAA étaient solides. » (Interviewé 1)

« Je dirais juste que nous n'avons pas été autant touchés par la crise au Canada, car la portion des hypothèques à haut risque était plus faible. » (Interviewé 2)

« La grosse différence, c'est qu'au Canada sur les underlying assets⁸¹, je pense qu'il y avait 700 millions de subprimes sur 32 milliards de PCAA. L'ensemble du reste c'était tout sauf des subprimes américains. » (Interviewé 3)

« Au Canada il n'y en avait pas (ndlr. de subprimes), il y en avait 6% au total donc quasiment rien. » (Interviewé 4)

« On avait porté des États-Unis 7 à 10% de produits toxiques pour les mettre dans nos véhicules soit bancaires off, soit hors des banques. » (Interviewé 5)

La crise canadienne n'est donc pas imputable à une perte de responsabilité fiduciaire des acteurs du modèle d'affaires du PCAA ayant conduit à une dégradation des actifs sous-jacents. Il s'agit d'une crise de confiance qui, du fait du manque de transparence du marché, conduisit à une crise de liquidité comme le souligne un des interviewés :

« On a été victime de ce qui arrivait aux États-Unis. La panique a pris au mois d'août et même en juillet (ndlr. 2007). Les gens ont commencé à douter de ce qu'on appelait PCAA parce qu'il n'y avait pas la connaissance, la transparence de ce qui était dans les conduits. » (Interviewé 4)

Le fait que la crise de confiance ait conduit à une crise de liquidité d'une telle ampleur sur le marché du PCAA non bancaire canadien démontre clairement la sensibilité du modèle

⁸¹ Actifs sous-jacents.

d'affaires des institutions du *Shadow Banking* à une perte de confiance. En effet, lors d'une crise de confiance, ces institutions courent le risque de subir un effet ciseau (se caractérisant par une hausse des demandes de garanties et un assèchement des sources de financement), risque qu'elles ne sont pas en mesure de gérer du fait de leur absence de fonds propres et de liquidités.

Le fait que la crise canadienne et américaine soient différentes et aient pourtant conduit à des conséquences similaires, nous invite à tirer une seconde leçon sur l'importance de la transparence pour la résilience des marchés financiers. La crise du PCAA prouve qu'une crise de liquidité peut arriver sur un marché « sain » si la transparence n'est pas présente. Si les parties ne peuvent pas juger de la qualité des transactions, la probabilité est élevée qu'elles se comportent comme si la transaction était de mauvaise qualité. Incapables d'évaluer leur exposition à un risque de sélection adverse, elles perdent confiance dans les transactions, ce qui peut conduire à un retournement de marché, et dans les cas extrême, comme ce fut le cas au Canada, à une crise de liquidité de grande ampleur. La transparence est donc un élément fondamental pour la stabilité des marchés financiers, comme le souligne un de nos interviewés interrogés sur les leçons à tirer de la crise du PCAA :

« Une des critiques à priori, c'est que la transparence doit toujours être exigée. À la limite, un investisseur doit toujours pouvoir prendre n'importe quel produit, le présenter à un professeur d'université ou un chercheur dans une banque ou une agence, et leur dire « comment vous évaluez ce produit-là ? » Et qu'il y ait suffisamment d'informations pour qu'ils puissent me fournir les caractéristiques de risques de ce produit-là. » (Interviewé 1)

Cette différence fondamentale entre la crise américaine et la crise canadienne, soit la qualité du crédit, explique en grande partie la réussite de l'Accord de Montréal. Si les crédits avaient été de mauvaises qualités, la restructuration qui consistait principalement à transformer les PCAA en BAT, n'aurait pas pu être envisagée. Prolonger dans le temps l'échéance des papiers ne permettait de restaurer la valeur qu'à condition que les sous-jacents aient une valeur à terme échu :

« On a des actifs sous-jacents, les entreprises sont capables de payer leurs intérêts sur leurs dettes, donc il n'y a pas lieu de penser qu'on ne va rien avoir. Dans ce contexte, les valorisations ont rapidement augmenté. Donc, c'était un très bel accord qui a permis aux investisseurs de récupérer leur argent. » (Interviewé 1)

« On a demandé aux gens d'être patients parce que toutes les analyses conduisaient à une chose, toujours, c'est que le crédit sous-jacent, et là les agences de crédit avaient raison, il était fort. Mais il fallait juste être capable de se rendre dans le temps. »

(Interviewé 4)

L'Accord de Montréal a également permis de trouver une solution de sortie de crise, car toutes les parties prenantes avaient *some skin in the game*⁸² du fait de la chaîne d'intermédiation importante du modèle d'affaires du PCAA et de l'appétit du marché pour ces produits. En premier lieu, certains investisseurs institutionnels courraient un risque de pertes colossales associé à un risque de réputation, car rappelons le, ces investisseurs représentent des milliers d'investisseurs particuliers. Aussi, ont-ils poussé à une entente. Ce fut le cas de la CDPQ, leader de l'opération comme le rappelle un de nos interviewés :

« Sans l'entente de Montréal, les pertes de 2008 auraient été colossales. Pour la caisse par exemple, les pertes étaient estimées à plus de 50% de la valeur de l'investissement, soit 6,5 milliards sur les 13 qui auraient été permanentes, irrécupérables. Alors que là, surtout durant les 2/3 premières années, une grande partie de ces pertes ont été récupérées : la panique était passée » (interviewé 1).

La motivation des investisseurs à conclure une entente a également été favorisée par le fait qu'ils supportaient une grande partie des risques, et ce grâce au pouvoir des fournisseurs d'actifs. En effet, les contrats étaient rédigés de façon telle que les fournisseurs d'actifs avaient la possibilité, en cas d'insolvabilité d'un conduit, de vendre les actifs sous-jacents aux opérations pour rembourser les investisseurs sur le solde. Ce pouvoir unilatéral des fournisseurs d'actifs représentait un danger sévère pour les investisseurs, car les opérations de PCAA étaient à fort effet de levier, ce qui impliquait la liquidation d'environ 200 milliards d'actifs avec pour conséquence probable un effondrement du marché :

« Dans le contexte du papier commercial, tout le devoir administratif et de gestion était à des tiers et non pas à des investisseurs donc si les investisseurs disaient « je ne suis pas remboursé ça appel un défaut », les manufacturiers comme Coventree ou Banque Nationale pouvaient liquider les actifs qui sont dans le trust verser du cash aux investisseurs.» (Interviewé 1)

⁸² Des intérêts en jeu

« Il y avait pour 32 milliards de PCAA et dans le sous-jacent il y en avait peut-être pas loin de 200 milliards, car il y avait du levier. Ça fait 200 milliards qui doivent être liquidés très rapidement et avec le résidu, l'argent qui reste dans le trust, on rembourse les investisseurs. Si vous faites une vente de feu d'un montant aussi élevé, les prix vont chuter et les investisseurs ne vont presque rien recevoir. Donc on s'est dit qu'il valait mieux ne rien vendre, d'autant que le marché était déjà très mauvais, et s'entendre sur une restructuration qui va faire en sorte qu'on attende graduellement les échéances. » (Interviewé 1)

« Avec ce plan on a dit aux gens écoutez, vous avez deux choix : soit on liquide puis ça va être l'hécatombe et vous n'aurez rien, soit on fait la restructuration et tu vas avoir des notes alignées sur la maturité des actifs et ça se peut que ça prenne 10 ans que tu retrouves ton argent, car ça dépendre du moment où les actifs et les assurances vont arriver à maturité, mais tu auras du cash à la fin. Et entre-temps un yield. » (Interviewé 3)

Bien que l'Accord de Montréal fût, de l'avis de 6 interviewés sur 7, la meilleure solution à mettre en place lors de la crise des PCAA, il n'en demeure pas moins que cette solution demeure controversée lorsqu'il s'agit d'en dresser le bilan six ans plus tard. En effet, face à la situation de crise, l'Accord de Montréal a permis de calmer les esprits et de sauver le marché d'une crise de liquidité. Mais au bénéfice de qui et à quel prix ?

En gelant le marché pour éviter une vente feu et en restructurant le marché, l'Accord a bien sûr permis aux investisseurs de revoir progressivement « la couleur de leur argent », mais il a également dégagé les acteurs du marché de toute responsabilité à l'égard des investisseurs alors même que le marché du PCAA avait fait l'objet de l'équivalent d'une « publicité mensongère » comme le rappelle certains de nos interviewés :

« Investir en Chine en marché boursier c'est très risqué, les actions chinoises ont perdu plus de 50 % pendant la crise. Mais, pourquoi il n'y a pas eu de scandale lié à ça ? Parce que les gens qui font ça savent que c'est un scénario probable. Donc si ça arrive, on prend la pilule. Mais quand vous achetez un papier commercial et qu'on vous dit ça ce n'est pas risqué, si vous perdez 20 % de votre valeur marchande, c'est un scandale. Et ça fait une panique qui crée le chaos. » (Interviewé 1)

« Si on pense aux agences de crédit, elles ont mis une note AAA sur des produits, alors que ça n'aurait jamais dû être considéré comme des produits AAA. » (Interviewé 4)

Cette exonération judiciaire est d'autant plus pesante pour les investisseurs que l'Accord, en diminuant l'asymétrie d'information et d'expertise, leur a permis de réaliser que le rendement de leurs PCAA n'était pas ajusté au risque. En effet, les investisseurs portaient une majorité des risques du marché (du fait de la rédaction des contrats et du modèle d'affaires *Originate to Distribute*) pour un rendement équivalent à celui d'un titre sans risque :

« Par contre les banques et les manufacturiers de ces produits faisaient énormément d'argent. Ils se faisaient payer pour fournir de la liquidité et structurer tous ces produits. C'est anormal que dans un marché dans lequel 99% du risque est mis entre les mains des investisseurs, plus de 50% des rendements dans des fonds soient donnés à des manufacturiers qui ne prennent aucun risque. Alors quand la crise a sauté, clairement les contrats étaient écrits de sorte que tout le risque était du côté des investisseurs, mais la rémunération que les manufacturiers et les vendeurs d'actifs recevaient était disproportionnée. » (Interviewé 1)

Malgré ces zones d'ombre, l'Accord de Montréal demeure aux yeux des personnes interviewées une réussite tant par la coopération qu'il a permis de mettre en place, que par les pertes qu'il a permis d'éviter.

Dans le cadre de ce mémoire, notre question de recherche était la suivante : ***comment l'Accord de Montréal a-t-il permis de restaurer la confiance des acteurs de marché dans le modèle d'affaires du PCAA ?***

Pour pouvoir répondre à cette interrogation, nous avons posé quatre sous-questions. La première sous-question s'intéressait aux spécificités du modèle d'affaires du PCAA bancaire comparées à celles du modèle non bancaire. Nous avons pu voir que le modèle d'affaires du PCAA non bancaire est le fait d'institutions du *Shadow Banking* réalisant de l'intermédiation de crédit. Cette intermédiation de crédit est source d'un risque de sélection adverse plus important pour les parties prenantes à la chaîne de valeur, du fait de la complexité des opérations de titrisation et de la multiplication des acteurs de long de la chaîne de valeur. Également, le risque de liquidité est plus accru dans la mesure où les institutions du *Shadow Banking* disposent de peu de liquidités et de fonds propres. Ce modèle d'affaires est donc plus

vulnérable à une crise de confiance, comme l’a montré la crise canadienne du PCAA. Cette réflexion permet de répondre à notre sous-question numéro deux, concernant les spécificités de la crise canadienne. Comme démontré, ces deux crises ne doivent pas être confondues car, tandis que la crise américaine est une crise de crédit, la crise canadienne est une crise de confiance, qui a conduit à l’illiquidité des promoteurs du marché du PCAA non bancaire. Suite à cette crise de confiance née de la crise des subprimes, les promoteurs de PCAA ont subi un effet ciseau qui se caractérise par un assèchement des sources de financements et une hausse des engagements. Les promoteurs de ce marché ont été les seuls impactés par la crise de confiance du fait de la complexité et de l’opacité de leur modèle d’affaires liés aux forts effets de leviers, à la titrisation synthétique, mais également du fait de leur sous-capitalisation et de spécificités institutionnelles canadiennes qui ont précipitées l’insolvabilité des conduits non bancaires (en particulier l’absence de prospectus et l’existence de lignes de liquidités CPM).

Les spécificités de la crise canadienne ne s’arrêtent pas là, puisque cette crise a conduit à l’instauration de l’Accord de Montréal et la reprise de la LACC par les acteurs du marché du PCAA Non Bancaire. Aussi, nous nous sommes interrogés sur les solutions mises en œuvre par l’Accord de Montréal pour restaurer la confiance et, de fait, dégeler le marché des PCAA non bancaires. Notre étude empirique a démontré que l’Accord de Montréal a permis d’instaurer la coopération des différentes parties prenantes grâce à l’obtention de quittances très larges. Ces quittances ont permis de stabiliser et de restaurer la transparence du marché des PCAA gelés. Une fois la coopération acquise, il fut décidé de, (1) remplacer les PCAA par des BAT, (2) remplacer les triggers à la valeur de marché par des triggers de type écart/perte, et (3) remplacer les lignes de liquidités CPM par des lignes de liquidités internationales. Ce faisant, le risque de liquidité des opérations d’émissions de BAT fut largement réduit. Puis, la restructuration permit de restaurer la transparence du marché en :

- émettant des BAT différents selon le type de sous-jacents,
- restaurant la transparence sur les lignes de liquidités supportant les opérations,
- révisant la notation des billets.

En favorisant la coopération d’acteurs aux intérêts conflictuels et en réduisant le risque de liquidité et de sélection adverse, liés au manque de transparence, l’Accord de Montréal permit de restaurer la confiance des acteurs du marché.

Suite à cette étude, plusieurs pistes de recherches peuvent être dégagées. En premier lieu, suite à la « renaissance » du marché du PCAA, nous pouvons nous interroger sur les leçons qui ont été tirées de la crise. Six ans après la crise, le marché est-il plus résilient qu'il ne l'était en 2007 ? Cette question nécessite de comparer le modèle d'affaires du PCAA bancaire et non bancaire aujourd'hui ainsi que la transparence du marché et la complexité des PCAA nouvellement émis. Cette étude a également démontré le risque de liquidité accru auquel s'exposent les institutions du *Shadow Banking*. Aussi, il est important de s'intéresser de façon plus poussée au modèle d'affaires de ces institutions, d'autant plus que leur rôle va croissant sur l'activité d'intermédiation de crédit. La question de la régulation de ces institutions doit aussi être soulevée, d'autant que la non régulation de ces institutions interroge sur l'avenir des banques sur le marché de l'intermédiation de crédit. En effet, les banques peuvent-elles survivre à la concurrence d'institutions dont les obligations réglementaires sont faibles voire nulles ? Enfin, notre étude ne s'est intéressée qu'à la crise des subprimes et la crise canadienne. Il pourrait néanmoins être intéressant d'étendre cette analyse pour tirer des leçons sur la diversité et les similitudes des crises financières. De plus, par l'analyse d'autres produits financiers, il pourrait être pertinent de voir l'évolution du risque par rapport à la croissance du marché. Répondre à ces questions pourrait permettre de faire éclore de grands principes en gestion des risques des institutions financières bancaires, et non bancaires et redonner au modèle d'affaires du PCAA son utilité économique.

Bibliographie

Agence du revenu du Canada. (2012). « Guide des fiducies ». *Site de l'agence du revenu du canada*, [En ligne]. <http://www.cra-arc.gc.ca/formspubs/prioryear/t4013/t4013-12f.pdf> (Page consultée le 10/06/2014).

AgliettaM. (2008), *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. Repères, n° 307.

Akerlof, G. A. (1970), “The Market of lemons: quality uncertainty and the market mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n°3, p. 488-500.

Allard-Poesi, F., et Marechal, G. « Construction de l’objet de la recherche », dans Thietart, R.-A., et coll., *Méthodes de recherche en management*, Paris, Dunod, « La Collection des Sciences de Gestion », 2007, p. 34 à 57.

Allen, F. (2012), “Trends in Financial Innovation and their Welfare impact”, *European Financial Management*, Vol. 18, Issue 4, p. 493-514.

Allen, J. et Engert, W. (2007), « Efficience et concurrence dans le secteur bancaire canadien », *Revue de la Banque du Canada*, p. 37-50.

Amoroso, M. (2008), “A homeowner battles back: Widow shares some lessons on foreclosure”. *Site de vLexGolbal* [En ligne]. <http://record-bergen.vlex.com/vid/homeowner-battles-widow-foreclosure-62997110>(Page consultée le 25/06/2014).

Autorité des Marchés Financiers. (2009). « Ligne directrice sur la gestion des risques liés à la titrisation ». *Site de l'AMF*, [En ligne]. <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/lignes-directrices-insti-depot/2009juin02-ld-titrisation-fr.pdf> (Page consultée le 01/07/2014).

Arquié, A. et Artus, P. (2013), « Mesurer le système bancaire de l’ombre au sein de la zone euro : que sait la BCE ? », *Revue d’économie financière*, Vol. 109, p. 33-52.

Artus P. et al. (2008), « La crise des subprimes », *Rapport du conseil d’analyse économique*, Documentation Française, Paris.

Ashcraft, A. etSchuermann, T. (2008), “The Seven Deadly Frictions of Subprimes Mortgage Credit Securitisation”, *The Investment Professional*, Fall 2008, p. 1–11.

Banque du Canada. (2013), « Revue du système financier Juin 2013», *Site de la Banque du Canada*, [En ligne]. <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2013/06/rsf-0613.pdf> (Page consultée le 20/06/2014).

Bauwens, V. et Walhin, J-F. *La titrisation du risque d’assurance*, Larcier, « Financière Cahiers Financiers », 2008, 231 p.

Bélanger, P. H. et al. (2008), « Les tribunaux font preuve de créativité : Recours à la LACC dans la crise du papier commercial adossé à des actifs ». *Site de McCarthy Tetrault*, [En ligne]. http://www.mccarthy.ca/fr/article_detail.aspx?id=4176 (Page consultée le 01/08/2014).

Bérubé, G. (2007), « PCAA : La restructuration devrait être complétée en Mars ». *Site Le Devoir*, [En ligne]. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/165399/pcaa-la-restructuration-devrait-etre-completee-en-mars> (Page consultée le 01/07/2014).

Bicksler, J.L. (2008), “The subprime mortgage debacle and its linkages to corporate governance”, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 5, Issue 4, p. 295-300.

Bricongne, J-C. Lapègue, V. et Monso, O. (2009), « La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique », INSEE, Note de conjoncture, p. 25-44, [En ligne]. http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf (Page consultée le 22 mai 2014).

Buiter, W. (2007). “Lessons from the 2007 Financial Crisis”, Working Paper n° 1140525, *Site Social Science Research Network (SSRN)* [En ligne]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140525 (Page consultée le 1/07/2014).

Caisse de dépôt et placement du Québec. (2009), « Les papiers commerciaux adossés à des actifs (« PCAA ») et la caisse », *Affaires Corporatives*, p. 1-34.

Chant, J. (2008). “The ABCP Crisis in Canada: The Implications for the Regulation of Financial Markets”. *Sur le site Expert Panel on Securities Regulation*, [En ligne]. <http://www.expertpanel.ca/eng/reports/research-studies/index.html> (Page consultée le 15/06/2014).

Chapman, R. Parker, A. et Wiercinski, H.J.P. (2008), « Papier commercial adossé à des actifs – analyse rétrospective et prospective ». *Site de McCarthy Tetrault*, [En ligne]. http://www.mccarthy.ca/fr/article_detail.aspx?id=4248 (Page consultée le 08/08/2014).

Charreaux, G. (1998), « La théorie positive de l’agence : lecture et relectures... », *IAE Dijon - CREGO / LATEC*.

Charreaux, G. (2001), « *L’approche économico-financière de l’investissement* », dans « Images de l’investissement: au-delà de l’évaluation financière, une lecture organisationnelle et stratégique », Vuibert FNEGE, p.13-60.

Clerc, L. (2013), « Le shadow Banking en Europe », *Revue d’économie financière*, Vol. 109, p. 17-32.

Cloutier, P. (2009), « Caisse de dépôt et placement du Québec : la douloureuse aventure du PCAA ». *Site de L’Action nationale*, [En ligne]. <http://www.action-nationale.qc.ca/index.php/2011-06-30-23-44-4/numeros-2009/120-mai-juin-2009/229-la-douloureuse-aventure-du-pcaa> (Page consultée le 25/06/2014).

Commission Européenne. (2012). « Livre vert : le système bancaire parallèle ». *Site de la Commission Européenne*, [En ligne]. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_fr.pdf (Page consultée le 10/06/2014).

Deacon, J. Global Securitization and CDOs, West Sussex, Wiley, “Wiley Finance Series”, 2004, 688 p.

Desjardins, F. (2007), « Rencontre avec Purdy Crawford – PCAC : une proposition d’ici le 14 décembre ». *Site Le Devoir*, [En ligne]. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/162787/rencontre-avec-purdy-crawford-pcac-une-proposition-d-ici-le-14-decembre> (Page consultée le 01/07/2014).

Desjardins, F. (2008a), « Les porteurs devront se prononcer sur le plan de restructuration ». *Site Le Devoir*, [En ligne]. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/181737/papier-commercial-vote-le-25-avril> (Page consultée le 01/07/2014).

Desjardins, F. (2008b), « Appui massif à la transformation du PCAA ». *Site Le Devoir*, [En ligne]. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/187002/appui-massif-a-la-transformation-du-pcaa> (Page consultée le 01/07/2014).

Desjardins, F. (2009), « Après la crise du papier commercial, un bilan ». *Site Le Devoir*, [En ligne]. <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/228896/apres-la-crise-du-papier-commercial-un-bilan> (Page consultée le 01/07/2014).

Dell’Ariccia, G. et al. (2012), « Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprimes Mortgage Market », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 44, Issue n°2/3, p 367-384.

De Serres, A. (2009), « Loin des yeux, loin du cœur. Gérer le risque plutôt que le transférer. », *Revue DG*, Volume 29, n° 3, p. 20-24.

Diamond D. W. (1984), « Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economic Studies*, Vol. 51, Issue 3.

DiMaggio P. J. et Powell W. W. (1983), “The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields”, *American Sociological Review*, Vol. 48, Issue 2, p. 147-160.

Division of Banking Supervision and Regulation.(2007), « Commercial Bank Examination Manual ». *Site de la Federal Reserve*, [En ligne]. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cbem/200904/0904cbem.pdf> (Page consultée le 10/06/2014).

Document d’information LACC, Comité Pancanadien des Investisseurs de Papier Commercial Structuré Adossé à des Actifs émis par des tiers. (2008). « Restructuration proposée de Papier Commercial Canadien Structuré Adossé à des Actifs Emis par des Tiers : Renseignement pour les porteurs de billets ». [En ligne].

http://documentcentre.eycan.com/eycm_library/Canadian%20Commercial%20Paper/Fran%E7ais/Information%20Statement/Renseignements_pour_les_porteurs_de_billets.pdf(Page consultée le 08/05/2014).

Durand, R. et Chneiweiss, A. (2008), « L'assureur, les sept mythes et les trois leçons », *Revue d'Economie Financière*, Supplément, p. 281-285.

Eisenhardt, K.M. (1989), «Building Theories from case Study Research», *The Academy of Management Review*, vol. 14, n°4, p.532-550.

Fallery, B. et Rodhain, F.(2007), « Quatre approches pour l'analyse de données textuelles : lexicale, linguistique, cognitive, thématique », *XVIème conférence internationale de management stratégique*, p.1-27.

Fender, I. et Mitchell, J. (2009), "The Future of Securitisation: How to Align Incentives?" *BIS Quarterly Review*, September, p. 27–43.

Fimbel, E. et Karyotis, C. (2011), « La titrisation: dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits », *Revue Management et Avenir*, Issue 48, p. 289-308.

Freeman, J. et Hannan, M. T. (1984), "Structural Inertia and Organizational Change", *American Sociological Review*, Vol. 49, Issue n°2, p. 149-164.

Gadioux, S. E. (2010), « Qu'est-ce qu'une banque responsable ? Repères théoriques, pratiques et Perspectives », *Revue Management et Avenir*, Issue 38, p. 33-51.

Gentile, F. B. (2012), « Les réformes européennes du cadre législatif des agences de notation à la suite de la crise des subprimes », *La Revue des Sciences de Gestion*, Issue 254, p. 23-30.

Gorton G. B. et Souleles N. S. "Special Purpose Vehicles and Securitization", in Mark Carey and René M. Stulz, *The Risks of Financial Institutions*, University of Chicago Press, 2007, p. 549-602.

Granovetter, M. (1985), "Economic Action and Social Structure: The problem of Embeddedness", *American Journal of Sociology*, Vol. 91, Issue 3, p. 481-510.

Gravelle, T. Grieder, T. et Lavoie S. (2013), "Monitoring and Assessing Risks in Canada's Shadow Banking Sector", *Financial System Review*, p. 55-63.

Grawitz, M. *Méthodes des sciences sociales*, 10th ed., Paris, Dalloz, « Précis Dalloz Sciences sociales », 1996, 920 p.

Gurley J.G., Shaw E.S. (1960), *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington

Guttman, R. (2009), "Asset Bubbles, Debt Deflation and Global Imbalances", *International Journal of Political Economy*, Vol. 38, n° 2, p. 46–69.

Ionescu, C. (2012), "Financial Instability and Financial Innovations", *Economy Transdisciplinarity Cognition*, Vol. 15, Issue 2, p. 30-37.

Jensen, M. C. et Meckling W. H. (1992), "Specific and General Knowledge and Organizational Structure", *Contract Economics*, Lars Werin and Hans Wijkander, ed. Blackwell, Oxford, p. 251-274.

Jensen, M. C. et Meckling W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, p. 305-360.

Keys B. et al. (2010), « Did securitization lead to lax screening? Evidence from the subprimes Loans », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, Issue 1, p 307-362.

Kindleberger, C.P. Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises, Wiley, "Wiley Investment Classics", 1996, 304 p.

Klee K. et Butler B. (2002), « Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues », *Uniform Commercial Code Law Journal*, Vol. 35, p 1-33.

Klein, L., *La crise des subprimes, Origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation*, Paris, La Revue Banque, 2009, 156 p.

Langley, A. (1999), "Strategies for theorizing from process data", *The Academy of Management Review*, Vol. 24, Issue 4, p. 691-710.

Lautier, D. et Simon, Y. (2009), « Titrisation : analyse économique et financière ». *Site de l'Université Paris Dauphine*, [En ligne]. http://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/1224/Lautier_4.pdf?sequence=1 (Page consultée le 20/05/2014).

Lautier, D. et Simon, Y. (2008), « Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise ». *Site de l'Université Paris Dauphine*, [En ligne]. <http://basepub.dauphine.fr/xmlui/bitstream/handle/123456789/1232/Rehausseursdecredit.pdf?sequence=2> (Page consultée le 20/05/2014)

Levy-Lang, A. (2008), « Repenser la gouvernance bancaire », *Revue d'Economie Financière*, Supplément, p. 405-407.

Lo, A.W. (2009), "Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007-2008", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 1, Issue 1, p. 4-43.

Lui, A. (2011), "Multiple principal-agent problems in securitization", *Poznan University of Economics Review*, Vol. 11, Issue 2, p.47-72.

Lumpkin, S. A. (2010), « Risks in Financial Group Structures », *Financial Market Trends*, Organization for Economic Cooperation and Development, Vol. 2010, n° 2, p 1-32.

Marti, S. Crises du Krach de 1929 aux menaces sur l'euro, Paris, Le Monde Edition, Le Monde Histoire, 2013, 103 p.

Masse, D. C. et Rueter, D. (2007), « Norme internationale de DBRS en matière de liquidité relativement au papier commercial adossé à des actifs ». *Site de McCarthy Tetrault* [En ligne]. http://mccarthy.ca/fr/article_detail.aspx?id=3775 (Page consultée le 08/08/2014).

Matherat, S. (2013), « Banques : quels Business Model après la crise ? », *Revue d'Economie Financière*, Vol. 112, p. 159-171.

Melançon, J. (2009). « Don Quichotte de la Caisse dégarnie ». *Site de Vigile.net* [En ligne]. <http://www.vigile.net/Don-Quichotte-de-la-Caisse> (Page consultée le 08/08/2014).

Meyer W. et Rowan B. (1977), « Institutionalized Organizations: Formal Structures as Myth and Ceremony », *American Journal of Sociology*, Vol. 83, n° 2, p. 340-363.

Nicholson, G. et al. (2011), « The contribution of social norms to the global financial crisis: a systemic actor focused model and proposal for regulatory change », *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, Issue 5, p. 471-488.

North, D. C. 1990. Institutions, institutional change, and economic performance. Cambridge, MA: Cambridge University Press.

North, D. C. (1991), « Institutions », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, n° 1, p. 97-112.

Noyes, A. D. (2009), « A Year after the panic of 1907 », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 23, Issue 2, p 185-212.

Palepu, K. et al. (2009), « New Century Financial Corporation », *Harvard Business School Cases*, p. 2-28

Paligorova, T. (2009), « Agency Conflicts in the Process of Securitisation », *Bank of Canada Review*, Autumn, p. 33-47.

Parent, J.-F. (2007). « PCAA : Une crise inévitable ». *Site de Finance et Investissement* [En ligne]. <http://www.finance-investissement.com/nouvelles/gens-de-l-industrie/pcaa-une-crise-evitable/a/16142/1> (Page consultée le 08/08/2014).

Peicuti, C. (2013), « Securitization and the subprimes mortgage crisis », *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, Issue 3, p. 443-456.

Pollin, J. P. (2007), « La régulation bancaire face au dilemme du TooBig To Fail : mécanismes et solutions », *Revue Economique et Monétaire*, Vol. 1, p. 13-38.

Racicot, F.-E. et al. (2014), « la titrisation aux États-Unis et au Canada ». *Site de la Chaire d'information financière et organisationnelle de l'ESG UQAM*, [En ligne]. <http://www.cifo.uqam.ca/publications/pdf/2014-03.pdf> (Page consultée le 25/06/2014).

Romelaer, P. « L'entretien de recherche », dans Wacheux, F. et Roussel, P., *Management des ressources humaines: méthodes de recherche en sciences humaines et sociales*, Bruxelles, De Boeck, « Méthodes & Recherches », 2005, 440 p., p. 101-137.

Rooney, D. et al. (2013), “Abstract Knowledge and Reified Financial Innovation: Building Wisdom and Ethics into Financial Innovation Networks”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 118, Issue 3, p. 477-459.

Seccareccia, M. (2012), “Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, Issue 2, p. 277-300.

Selody, J. et Woodman, E. (2009), « La réforme de la titrisation ». *Site de la Banque du Canada*, [En ligne]. <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2012/01/rsf-1209-selody.pdf>, (Page consultée sur le 30/06/2014).

Siggelkow, N. (2007), “Persuasion with case studies”, *Academy of Management Journal*, Vol. 50, issue 1, p. 20–24.

Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement. (2013). « Rapport annuel 2013 ». *Site de la SCHL*, [En ligne]. http://www.cmhc.ca/fr/inso/info/raanplen/raan/upload/SCHL_68135_w.pdf (Page consultée le 20/06/2014) .

Sunderam, A. (2013), « La croissance du shadowbanking », *Revue d'économie financière*, Vol. 109, p. 53-67.

The American Bar Association Annual Meeting. (2007), “The Subprimes Lending Industry: A Look At The Restructuring of a Market in Turmoil,” prepared for the American Bar association Annual Meeting Section of Business Law, page 1-17.

The Globe and Mail.(2007), “Who invested in ABCP”.*Site The Globe and Mail*, [En ligne] <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/who-invested-in-abcp/article1089505/>, (Page consultée le 1/07/2014).

Thietart, R.-A. et coll., Méthodes de recherche en management, Paris, Dunod, « La Collection des Sciences de Gestion », 2007, 586 p.

Ullmo, Y. (2007), « Intermédiation, intermédiaires financiers et marché », *Revue d'Economie Financière*, Vol. 89, p. 23-38.

Van De Ven, A. H. (1992), “Suggestions for studying strategy process: a research note”, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 169-188.

Van De Ven, A. H. et Poole, M. S. (1995), “Explaining Development and change in organization”, *Academy of Management Review*, Vol. 20, Issue 3, p. 510-540.

Van De Ven, A. H.(2007), « Designing Process Studies », dans Engaged Scholarship: Creating Knowledge for Science and Practice, p. 1-41.[En ligne] <http://www.processresearchmethods.org/ES%20C7%20Process%201-20-06.pdf>, (Page consultée le 1/05/2014).

Van De Ven, A. H. et Poole, M. S. (2005), “Alternative Approaches for Studying Organizational Change”, *Organization Studies*, Vol. 26, Issue 9, p. 1377-1404.

Wang, Y-S. et al.(2012), “Determinants of user adoption of web ATM: an integrated model of TCT and IDT”, *The Service Industries Journal*, Vol. 32, No. 9, p. 1505–1525.

Yin, R. K. Case Study Research: Design and Methods – Third Edition, Beverly Hills, Sage Publications, “Applied Social Research Method Series”, 2005, 264 p.

Yin, R. K. Case Study Research: Design and Methods – Second Edition, Beverly Hills, Sage Publications, “Applied Social Research Method Series”, 1994, 192 p.

Annexe A

	Millions de \$
Caisse de dépôt et placement du Québec	13200
Investissements PSP	1970
Banque nationale	1263
ATB Financial	1200
Office ontarien de financement	700
Miramar Mining Corp.	491
Domtar pension fund	420
Dundee Corp.	400
Navcan	368
SCHL	257
Autorité aéroportuaire du Grand Toronto	249
Natcan – Caisse commune marché monétaire	215
1 800 investisseurs particuliers	178
Credit Union Central of Ontario	161
New Gold Inc.	158,9
Banque nationale – Fonds de marché monétaire	155
Transat A. T. Inc.	154,5
Canadien Pacifique	144
Société générale de financement	137
Global Diversified Investment Trust II	125
Université de la Colombie-Britannique	122
Ontario Power Generation	102,6
Redcorp Ventures Ltd.	102,2
La ManchaResources Inc.	101
Global Diversified Investment Trust I	98
Canfor	85
Industrielle Alliance – Services financiers	66,5
Barrick Gold Corp.	65
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario	60
Sherritt International	59,7
Mouvement des caisses Desjardins – Marché monétaire	57
Silver Standard	57
Sun-Times Media Group	48
BaffinlandIron Mines Corp.	43,8
Bow Valley Industries	40
Industrielle Alliance – Marché monétaire Clarington	40
Postes Canada	37,9
Petrolifera Petroleum Ltd.	37,7
Air Canada	37
MDS Inc.	37
Gouvernement du Yukon	36,5
Ivanhoe Mines	35,7

Canaccord Capital Corp.	32
Postes Canada – Régime de retraite	27
Université de Western Ontario – Régime de retraite	26,3
Genus Money Market	25
Credit Union Central of British Columbia	23
Westaim Corp.	19,7
Legg Mason Canadian Money Market Fund	17
Le Groupe Jean Coutu	14,9
Northern Orion Resources	14
Cameco Corp.	13
Goldfarb Corp.	13
Petaquilla Copper Ltd.	12,8
Jura Energy	12
Russel Metals	11
First Quantum Minerals Ltd.	10,5
Queensland Minerals Ltd.	9
Comptables en management accrédités du Canada	8,7
Aastra Technologies Limited	8,6
Norsemont Mining Inc.	7
Strategem Capital Corp.	6,5
Texsys Inc.	5,1
Banque nationale – Fonds de marché monétaire américain	5
NexstarEnergy Ltd.	5
NordOuest Marché monétaire	5
Groupe Fonds des professionnels	5
Western Canadian Coal Corp.	5
Université de Western Ontario	3,4
Industrielle Alliance – F-R marché monétaire	3
Matrix Money Market	2
Acceleware Corp.	1,5
Altamira – Fonds d’investissement	1
APEX – Marché monétaire	1
Bâtirente – Marché monétaire	1
Meritas marché monétaire	1

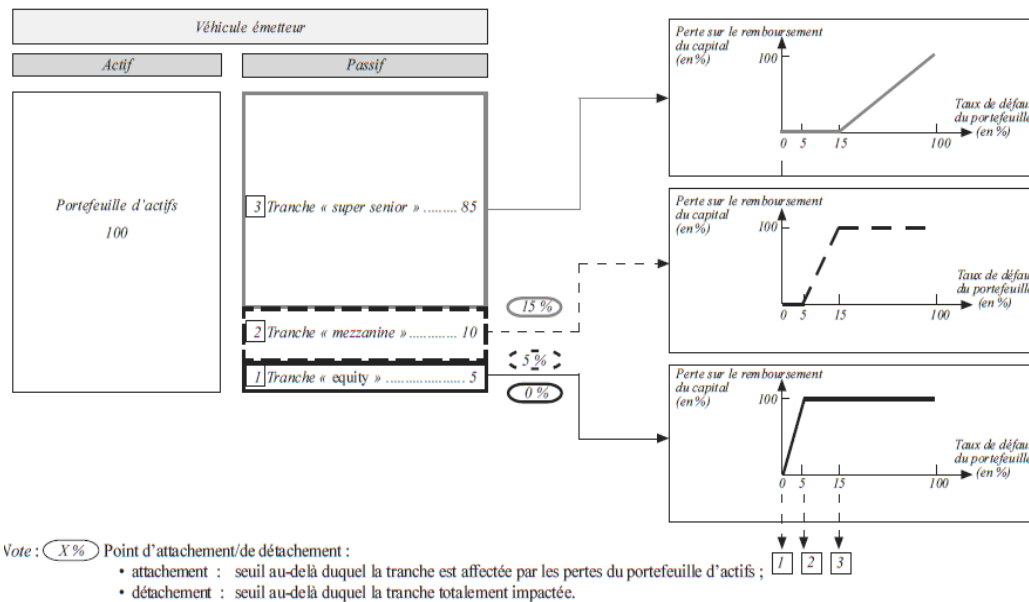
Source: The Globe and Mail. (2007). “Who invested in ABCP”. Site *The Globe and Mail*, [Enligne] <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/who-invested-in-abc/article1089505/>, (Page consultée le 1/07/2014)

Annexe B

<i>Tableau récapitulatif des différentes caractéristiques des théories</i>				
	Théorie du cycle de vie	Théorie téléologique	Théorie dialectique	Théorie évolutionniste
Processus de changement de l'organisation	Suit un ordre nécessaire d'étapes :chaque étape est un précurseur pour l'étape suivante.	Séquence répétitive de formulation, mise en œuvre, évaluation et modification de buts basé sur la volonté ou l'apprentissage de l'organisation.	Des conflits émergent entre les organisations et l'opposition des thèses et des antithèses forme une synthèse qui devient la thèse du prochain cycle.	Cycle continu de variation, sélection, rétention parmi les entités d'une population désignée.
Mécanisme générateur	Programme institutionnel, naturel ou logique qui précise le contenu des étapes.	Construction sociale constante parmi les individus de l'organisation.	Confrontation et conflits entre des organisations opposées	Compétition pour les ressources rares dans l'environnement.
Unité de changement	Entité unique : le développement vient de l'entreprise qui a un programme qui la déplace vers une fin préfigurée dans l'état présent.	Entité unique : le développement vient de l'entreprise qui poursuit un but.	Entités multiples : au moins deux entités sont nécessaires pour remplir le rôle de thèse et d'antithèse.	Entités multiples : les forces évolutionnistes sont définies en termes d'impact qu'elles ont sur une population
Mode de changement	Prescrit : la forme immanente est réalisée par étape et même lorsqu'une étape peut sembler être un changement radical, il y a une continuité liée à la forme de base, la logique, le programme et les codes qui conduisent le développement.	Construit : les buts peuvent être changés par la volonté de l'entité et les prérequis peuvent être atteints de différentes façons.	Construit : la thèse et l'antithèse se confrontent pour un résultat incertain. Le résultat est une synthèse qui casse le cadre actuel.	Prescrit : accumulation statistique d'événements qui changent graduellement la nature de la population plus large.

Annexe C

Les créances transférées au SPV sont le plus souvent structurées avant d'être émises sur le marché sous forme de titres. Cette étape clé du processus consiste à découper le portefeuille de créances en tranche. Dès lors, chaque tranche du portefeuille porte un risque et un rendement différent.



Source : Artus, P. et al. (2008), « La crise des subprimes », *Rapport du conseil d'analyse économique*, Documentation Française, Paris

Grâce à cette innovation financière, les investisseurs ont accès à des titres adossés à des créances qui ont des risques (et donc des rendements) différents. Pour exemple, sur le schéma ci-dessus, on peut constater que la tranche « equity » est celle qui supporte le risque le plus élevé : son point de détachement est de 5 % (ce qui est le cas en moyenne sur les opérations de titrisation) ce qui équivaut à dire que si la valeur du portefeuille d'actif diminue de 5 % les titres de la tranche « equity » auront une valeur nulle. Ce risque est contrebalancé par un rendement plus élevé. Cette innovation financière permet également un refinancement à moindre coût pour l'entreprise cédante puisque la rentabilité de l'opération est facilitée par la présence d'une tranche super senior qui rémunère moins les investisseurs.