



Caisse de dépôt et placement  
du Québec

**NOTES  
POUR LA PRÉSENTATION  
DE M. CLAUDE BERGERON  
DEVANT  
LA COMMISSION  
DES FINANCES PUBLIQUES**

**Québec, le 12 mai 2009**

**Seul le texte prononcé fait foi**

Monsieur le président, madame et messieurs les députés, c'est avec plaisir que j'ai accepté votre invitation de répondre à vos questions dans le cadre de cette commission.

En commençant, j'aimerais préciser, que je n'ai pas participé à l'achat de PCAA, mais plutôt aux efforts pour la résolution des problèmes qui en ont découlé, et ce, à partir du 13 août 2007. C'est donc sur la base de mon analyse, de ce que j'ai lu ou entendu après le fait, que je peux vous transmettre les connaissances que j'ai acquises tant sur le marché mondial, le marché canadien que sur la détention par la Caisse de PCAA. Comme la Caisse l'a déclaré, cet achat massif de PCAA était une erreur. M. Perreault a déposé un document intitulé le PCAA et la Caisse que je vais résumer et auquel je vais référer pendant mon exposé.

Avec la baisse des taux d'intérêt dans le monde, le marché des produits structurés dont font partie les PCAA se développe de façon exponentielle dès la fin des années 1990. Entre 1990 et 2007, les produits structurés passent de 500 milliards à 2,500 milliards de dollars aux États-Unis et de 20 milliards à 180 milliards de livres sterling en Angleterre.

À la base des produits structurés, le regroupement dans un même portefeuille de créances de multiples débiteurs, dont l'ensemble des risques de re-paiement sont divisés entre les investisseurs par ordre de priorité selon le niveau de risque qu'ils acceptent.

En août 2007, la confiance des investisseurs en ces produits structurés qui reposait essentiellement sur les notations des grandes agences disparaît à la suite des erreurs commises dans l'évaluation des produits « subprime » aux États-Unis. Les rapports du *Financial Stability Forum* d'avril 2008 et du *Financial Services Authority* de mars 2009 ont analysé en détail les causes de la crise des produits structurés et contiennent une série de recommandations sur des changements à apporter dans les systèmes financiers.

Les grandes agences de notation comme Standard & Poor's, Moody's et Fitch qui avaient pourtant attribué leurs plus hautes notations de crédit ont dû réviser à la baisse leurs notations. La presque totalité (97 %) des produits « subprime » qui avaient bénéficié d'une notation de crédit AAA sont revus à la baisse et de nombreuses

structures ayant émis des titres pour près de 600 milliards de dollars américains font défaut.

Ces produits étaient pourtant reconnus par le FMI dans son *IMF Global Financial Stability Report* en 2006 en déclarant que la distribution de ces risques dans le marché assiste le bon fonctionnement des systèmes financiers.

Des institutions comme Merrill Lynch ou Bear Stearns sont disparues. Lehman Brothers a même été liquidée lorsque le gouvernement américain a refusé de la soutenir, causant ainsi l'effondrement des marchés au quatrième trimestre de 2008.

Des institutions réputées pour posséder les meilleurs systèmes de gestion de risque au monde sont disparues.

Parlons maintenant du marché canadien du PCAA dans lequel la Caisse a participé. Ce marché suit l'évolution du marché mondial. Il passe de 8,5 milliards de dollars CA en 1997 à 118 milliards de dollars CA en 2007. Comme l'a déclaré l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) en octobre 2008, il est difficile d'identifier, de regrouper et de catégoriser les PCAA de tiers puisque rien, dans le nom des titres ou les principales caractéristiques, ne permet de les distinguer des autres titres ou d'attester clairement qu'il s'agit d'une opération de titrisation non parrainée par une banque canadienne.

Toutefois, la crise du mois d'août 2007 divise clairement le marché en deux segments. D'un côté, on retrouve les fiducies parrainées par les groupes qualifiés d'indépendants mais qui incluent celles parrainées par la Banque Nationale et, de l'autre, celles supportées principalement par les plus grandes banques canadiennes. Au 31 juillet 2007, on évalue ces deux groupes respectivement à 35 milliards de dollars et 83 milliards de dollars. La Caisse a investi dans ces deux segments du marché du PCAA canadien entre 1998 et 2007.

Le graphique PCAA-13 compare la croissance du marché canadien avec celle de la détention de PCAA par la Caisse, alors que les graphiques PCAA-13-A et PCAA-14 comparent la croissance respective des segments des marchés non-bancaire et

bancaire avec la détention de la Caisse dans ces deux segments respectifs. On remarque que la détention de la Caisse progresse de manière moins prononcée que celle des marchés.

La détention de la Caisse de titres des différentes fiducies qui distribuaient des PCAA non bancaires et bancaires est illustrée aux graphiques PCAA-15. La Caisse avait réparti ses investissements de PCAA non bancaire dans la presque totalité des fiducies de manière à assurer une répartition du risque par émetteur. Toutefois, la Caisse détenait dans son ensemble 55 % de son portefeuille de PCAA dans le PCAA non bancaire, alors que ce segment de marché représentait 30 % du total du marché canadien. Le pourcentage de chacune des émissions détenues par la Caisse se compare à la répartition de chacune des fiducies ayant émis du PCAA de tiers. Le graphique PCAA-16 permet d'énoncer cette conclusion.

Ce même principe de diversification est également corroboré lorsqu'on examine qui étaient les promoteurs ou manufacturiers des fiducies de PCAA non bancaire dans lesquelles la Caisse investissait. La comparaison des graphiques PCAA-18 et PCAA-19 confirme que la Caisse détenait des investissements dans les fiducies des manufacturiers dans une proportion semblable à celle de la part de marché de chaque manufacturier. La Caisse détenait des titres des fiducies de Coventree dans une part légèrement inférieure à la part de marché de Coventree.

En ce qui concerne maintenant les courtiers qui ont vendu ces titres à la Caisse, le graphique PCAA-20 démontre que la Caisse achetait les PCAA non bancaires de nombreux courtiers, y compris la Financière Banque Nationale, dont les achats par la Caisse étaient inférieurs à sa part de marché au Canada.

Comme le mentionne le rapport de l'OCRCVM, les courtiers se sont fiés à la notation (R1-élevée) émise par DBRS pour distribuer ces produits. Le marché en était venu à se fier à la notation de crédit de DBRS et sa connaissance intime des actifs sous-jacents. Jamais un défaut ne s'était produit dans ces fiducies. Lorsque la débâcle des produits « subprime » s'est produite aux États-Unis, les investisseurs, comme dans le reste du monde, se sont mis à se demander si les fiducies, dont ils détenaient des titres, possédaient des actifs reliés aux « subprime » et la panique a entraîné le gel de ces

marchés. Il n'y avait en fait que 6 % des actifs de ces fiducies non bancaires qui étaient liés au marché des « subprime ».

Le risque de liquidité de ces titres à court terme était adressé de deux façons dans le marché canadien. Des ententes de liquidité avec des banques et des notes E dont le terme pouvait être extensionné une fois pour une période inférieure à une année. La Caisse détenait des notes E et des billets à terme variable globalement, encore une fois dans la même proportion que les émissions dans le marché. Les détenteurs de notes E, comme les contreparties aux ententes de liquidité, étaient rémunérés de manière semblable.

Les ententes de liquidité étaient inspirées de la ligne directrice B-5 du Bureau du surintendant des institutions financières canadiennes qui permettait aux banques canadiennes de ne pas hausser le capital réglementaire à maintenir si elles s'engageaient à déboursier des crédits aux seuls cas d'interruption générale de marché. Le marché des PCAA dominé par les banques canadiennes avait adopté ce principe proposé par la réglementation.

Lorsque la panique s'est emparée des investisseurs, les banques canadiennes présentes dans le marché du PCAA bancaire et supportées par la Banque du Canada, ont assuré le fonctionnement de ce marché. Malgré l'état général des marchés pendant le mois d'août 2007, la Caisse a réduit sa détention de PCAA bancaire de 7,3 milliards de dollars. Il s'agissait pourtant des mêmes notations de crédit émises par DBRS et du même type d'entente de liquidité référant à une interruption générale des marchés. Le soutien des banques canadiennes aux produits qu'elles parrainaient a aidé les banques internationales, principales contreparties aux ententes de liquidité relatives aux PCAA non bancaire à prétendre qu'il n'y avait pas d'interruption générale de marché puisque le marché, dans son ensemble, fonctionnait. La division du marché des PCAA en deux segments devenait clair. On peut ainsi penser que si la Caisse n'avait acheté que des PCAA manufacturés par des grandes banques canadiennes, la situation de la Caisse aurait été différente.

Ce qu'il faut retenir :

- La Caisse a fait appel aux PCAA parce qu'elle considérait, à l'instar du marché, qu'il s'agissait d'un investissement très sécuritaire, comme l'indiquait la notation de crédit donnée par la firme DBRS.
- La Caisse a souscrit des titres émis par des sociétés de fiducie parrainées par chacun des manufacturiers dans une proportion comparable au marché.
- La Caisse a eu recours à une diversification du risque par émetteur sans tenir compte suffisamment du risque de liquidité des produits structurés et aucune limite par produit n'a été imposée.
- La crise de liquidité qui a frappé les marchés mondiaux en août 2007 a fait perdre à ces instruments leur caractère sécuritaire.
- Le renouvellement des financements accordés aux fiducies parrainées par les banques canadiennes bénéficiant de la liquidité procurée par la Banque du Canada a permis au marché des PCAA bancaires de fonctionner et aux banques internationales de les aider à prétendre qu'il n'y avait pas d'interruption générale de marché.
- La Caisse a entrepris d'ajuster ses pratiques de gestion du risque pour tenir compte de l'évolution des marchés.
- La Caisse exige maintenant des notations de crédit émises par deux agences de notation financière.
- Dès le début de la crise, la Caisse a pris le leadership de la restructuration du marché des PCAA et entrepris la révision de ses pratiques de gestion de risque.