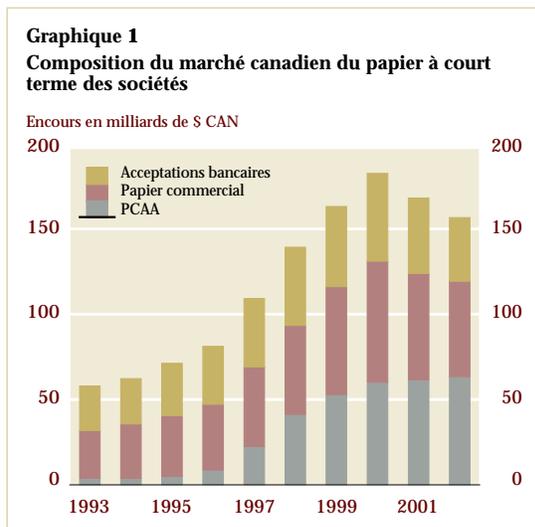


Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux

Paula Toovey et John Kiff



Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a connu une croissance remarquable depuis six ans. Il représente actuellement environ 40 % du marché du papier à court terme de sociétés (Graphique 1) et constitue le principal segment du marché de la titrisation au Canada (Tableau 1). La titrisation consiste à regrouper des quantités importantes de petits actifs homogènes dans une structure d'accueil qui émet de nouveaux titres dont la cote est élevée. Parmi ces actifs figurent généralement des prêts hypothécaires, des créances sur cartes de crédit, des prêts et du crédit-bail automobiles et des créances clients.

L'essor du marché du PCAA a été favorisé par d'autres facteurs, dont le fait que les investisseurs se soient tournés vers les titres à court terme présentant une cote supérieure au moment même où l'offre de bons du Trésor s'est mise à diminuer (Chouinard et Lalani, 2001-2002, p. 19).

Les acheteurs les plus importants de PCAA sont, en règle générale, des fonds communs de placement du marché monétaire, des caisses de retraite, des sociétés, des administrations publiques et des institutions financières¹. Les acheteurs étrangers de PCAA canadien sont peu nombreux. Étant donné la retenue d'impôt de 10 % prélevée sur les versements d'intérêts aux résidents des États-Unis, il n'est pas rentable de vendre au sud de la frontière des prêts à court terme aux entreprises, du crédit-bail matériel, des prêts hypothécaires à l'habitation et des prêts personnels titrisés².

Dans l'optique du vendeur, la titrisation offre une autre source de financement, dont le coût peut être inférieur à celui des sources traditionnelles. Parmi les solutions de rechange figurent le papier commercial et les acceptations bancaires classiques. Le papier commercial est d'ordinaire plus cher

1. Cette information concernant les acheteurs de PCAA est tirée de sondages informels menés par les auteurs auprès des banques canadiennes actives sur ce marché.
2. Certains s'attendent, sur le marché, à ce que cette retenue à la source soit supprimée (Fingerhut, 2003).

sauf pour les entreprises très bien notées, car le marché exige un taux de rendement plus élevé dans le cas d'instruments dont la cote est inférieure à la cote habituelle du PCAA. Les acceptations bancaires présentent l'avantage d'une garantie offerte par une banque de premier ordre et peuvent être émises à des taux qui rivalisent avec ceux du PCAA; une fois pris en considération les droits d'« acceptation », cependant, leur coût est probablement supérieur.

Un autre facteur important pour le vendeur est l'impôt sur le capital que les sociétés doivent verser aux gouvernements fédéral et provinciaux. Cet impôt doit être payé peu importe la rentabilité de l'entreprise, et il diffère selon les provinces; il variait récemment entre 0,225 % et 0,865 % du capital. Aux fins de l'application de cet impôt, « capital » s'entend notamment du capital-actions, des bénéfices non répartis et des capitaux empruntés³. Le remboursement d'éléments de passif à même le produit de la titrisation peut donc donner lieu à des économies d'impôt. L'administration fédérale et certaines administrations provinciales ont toutefois annoncé récemment qu'elles réduiraient progressivement cet impôt, jusqu'à son élimination complète en 2008.

Environ 90 % de l'encours du PCAA est émis par les grandes banques, et plus de 75 % par trois d'entre elles. En outre, certaines banques sont très actives sur le marché américain du PCAA⁴.

La plus grande partie du PCAA est émise par une structure d'accueil multicédant, dans laquelle le promoteur, habituellement l'une des grandes banques, offre des capitaux à un groupe de clients variés. Le financement est assuré dans l'anonymat, un facteur qui a parfois son importance et faute duquel le papier commercial ou les acceptations bancaires classiques pourraient avoir la préférence⁵. Dans le cas de montages monocédants, par contre, le promoteur titre ses propres actifs. Bien que la plupart des programmes d'émission monocédants soient exécutés par une grande banque,

Tableau 1

Encours des titres canadiens adossés à des actifs^a

En milliards de dollars

	Papier commercial adossé à des actifs		Autres programmes de titrisation monocédants	Total
	Programmes multicédants ^b	Programmes monocédants ^c		
Banque de Montréal	19 476	–	3 587	23 063
CIBC	11 356	3 465	4 205	19 026
Banque TD	9 713	4 820	2 468	17 002
Banque Scotia	2 681	0 534	5 561	8 776
Banque Royale	5 486	0 086	2 992	8 545
Merrill Lynch	–	–	3 709	3 709
Coventree Capital Group Inc.	3 342	–	–	3 342
Banque Nationale du Canada	–	0 919	1 415	2 334
Autres	1 862	0 058	0 488	2 408
Total	53 897	9 881	24 426	88 204

a Les opérations relatives aux titres adossés à des créances hypothécaires assurées en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* sont exclues.

b La ventilation par institution financière des programmes d'émission de PCAA multicédants est basée sur le promoteur de l'émission.

c La ventilation des montages monocédants est basée, dans les deux cas, sur l'institution ayant assuré la direction du montage.

Source : Dominion Bond Rating Service (DBRS). Encours au 31 décembre 2002.

3. Pour en savoir davantage sur le calcul de l'impôt sur le capital, voir McQuillan et Cochrane (1996).
4. Selon Standard & Poor's, à la fin de 2002, quatre banques canadiennes avaient pris part aux États-Unis à des programmes d'émission de PCAA multicédants totalisant 31,5 milliards de dollars américains. Une banque a également participé à la création de quatre véhicules d'arbitrage sur le marché européen, dont l'encours s'élevait à 3,7 milliards de dollars É.-U. à la fin de septembre 2002. Un véhicule d'arbitrage acquiert des actifs à revenu fixe à moyen ou à long terme de qualité supérieure, qu'il finance par l'émission de papier commercial.
5. Une opération de financement très visible peut avoir pour effet de réduire l'accès d'un emprunteur à d'autres sources de financement.

plusieurs détaillants et fabricants d'automobiles font directement leurs émissions.

Les mécanismes de réduction du risque de crédit

L'agence de notation Dominion Bond Rating Service (DBRS) accorde la cote de crédit R-1 (qualité supérieure) à 95 % du PCAA canadien. Peu d'actifs titrisés pris individuellement recevraient une cote aussi élevée.

Pour obtenir cette cote, l'on réduit le risque de crédit associé au PCAA grâce à différents types de montage et divers mécanismes de rehaussement de crédit par des tiers. Les montages possibles englobent le transfert à la structure d'accueil d'actifs dont la valeur globale excède celle du PCAA émis (c'est ce qu'on appelle le surnantissement). Une autre technique qui recueille la faveur est l'émission par la structure d'accueil de tranches dont la cote est moins élevée et qui absorbent les premiers défauts de paiement (ces tranches sont dites « subordonnées »)⁶.

Les rehaussements de crédit par des tiers revêtent habituellement la forme de lettres de crédit et de cautionnements délivrés par des institutions financières jouissant d'une cote de crédit élevée. Les documents juridiques relatifs à la plupart des émissions de PCAA précisent les cotes minimums de ces tiers (habituellement les cotes AA (faible) ou R-1 (qualité moyenne) de la DBRS), mais ne mentionnent pas toujours le nom de ceux-ci. En fait, il n'est pas rare que le promoteur d'un programme d'émission multicédant prenne part lui-même au rehaussement de crédit⁷.

En plus de ces divers rehaussements, l'apport d'un « soutien implicite » par l'initiateur du prêt peut contribuer à atténuer le risque de crédit. Le rachat d'actifs auprès de la structure d'accueil pour un montant supérieur à leur juste valeur et la substitution d'actifs productifs à des actifs non productifs sont deux exemples d'un tel soutien. Le soutien implicite limite en quelque sorte l'aléa moral ou le risque d'atteinte à la réputation. Ainsi, s'il advenait que la réputation de l'initiateur soit ternie par une titrisation peu réussie, sa capacité de réaliser dans l'avenir de telles opérations à un

coût avantageux pourrait être compromise. L'initiateur a donc intérêt à offrir un appui supplémentaire. Toutefois, les organismes de réglementation voient d'un mauvais œil tout soutien non contractuel aux programmes d'émission. Par exemple, le plus récent document de consultation relatif au Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres (BRI, 2003) propose des sanctions réglementaires sévères contre les banques qui offrent un soutien non contractuel.

Réduction du risque à terme⁸

Puisque l'échéance des actifs est habituellement postérieure à celle du PCAA qui sert à les financer, une forme quelconque de réserve de liquidité est indispensable pour pallier le risque à terme (*rollover risk*) et l'asymétrie des échéances. Aussi les programmes d'émission de PCAA prévoient-ils l'acquisition d'une couverture de liquidité. Cette protection doit au moins prémunir l'émetteur contre ce que le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) appelle une « perturbation du marché », interprétée par les opérateurs comme une situation où il serait impossible d'émettre sur le marché le moindre dollar de papier commercial adossé à des créances ou de papier de sociétés, quel qu'en soit le prix⁹.

Une perturbation du marché est un événement très improbable, et les facilités de trésorerie canadiennes, qui ne couvrent rien au-delà de ce critère minimum, n'ont jamais été activées. Selon le BSIF (1994), une banque qui offrirait une couverture de liquidité englobant une protection à l'égard d'autres risques, comme le risque de crédit, devrait augmenter le niveau de ses fonds propres, ce qui pourrait rendre le programme d'émission de PCAA moins avantageux financièrement.

Aux États-Unis, toutefois, les exigences réglementaires en matière de fonds propres sont moins élevées pour les facilités de trésorerie qui offrent une protection relative au crédit. Ainsi, les mécanismes de rehaussement de liquidité des programmes d'émission de PCAA américains couvrent habituellement des incidents autres que la perturbation du

6. Voir l'article de Kiff dans la présente livraison (p. 35) pour une analyse plus générale de la titrisation et d'autres méthodes de transfert du risque de crédit.

7. Ce genre d'« autoassurance » aide à harmoniser les intérêts du promoteur (et initiateur lorsqu'il s'agit d'un programme d'émission monocédant) et ceux des détenteurs de PCAA. Voir Kiff, Michaud et Mitchell (2003) pour une étude plus approfondie des problèmes de divergence d'intérêts dans la titrisation.

8. Les auteurs désirent souligner l'apport précieux d'Andrew Kriegler, Huston Loke et Maria Rabiasz à l'analyse présentée dans cette section.

9. Le BSIF (1994) donne certaines précisions sur les dispositions de la réglementation canadienne qui s'appliquent aux activités de titrisation des banques, mais ne définit pas explicitement l'expression « perturbation du marché ». L'interprétation que nous en donnons, et qui est celle généralement admise sur le marché, est tirée de Kriegler et coll. (2002).

marché et accordent une certaine protection contre le risque de crédit¹⁰.

En fait, deux agences de notation américaines ont mis en doute l'adéquation des mécanismes canadiens de rehaussement de liquidité. Elles estiment que, si la couverture du risque à terme n'est pas propre dans une certaine mesure au programme d'émission, le « paiement en temps opportun » — élément indispensable selon elles à l'obtention d'une cote de qualité supérieure — ne sera pas garanti. Dans un rapport publié récemment, Standard & Poor's signale les circonstances dans lesquelles, en l'absence de perturbation du marché, des problèmes de liquidité peuvent survenir même s'il n'y a pas eu de détérioration sensible de la qualité des actifs auxquels est adossé le papier commercial. Parmi ces circonstances figurent la circulation de rumeurs et les atteintes à la réputation du promoteur de l'émission, ainsi que les difficultés d'ordre opérationnel que le programme peut connaître temporairement (Rabiasz et Connell, 2002). Moody's fait un parallèle avec la perturbation d'une partie du marché survenue aux États-Unis dans la foulée des attentats du 11 septembre 2001 à New York. L'agence conclut que les lignes de liquidité canadiennes sont si restrictives qu'elles ne pourraient même pas être mobilisées si un événement de cette nature, n'ayant de toute évidence aucun lien avec le crédit, déclençait une crise de liquidité (Kriegler et coll., 2002). Ce type d'incident n'étant pas couvert par les mécanismes canadiens de rehaussement de liquidité, il est difficile pour Standard & Poor's et Moody's de considérer le PCAA canadien comme un investissement de qualité.

L'agence de notation DBRS soutient néanmoins que le PCAA canadien est déjà entièrement protégé contre l'asymétrie des échéances et les problèmes de détérioration du crédit, grâce aux rehaussements de crédit et aux pratiques opérationnelles en place. Elle juge donc superflu d'intégrer aux facilités de trésorerie une protection supplémentaire contre le risque de crédit calquée sur le modèle américain et accorde à la plus grande partie du PCAA canadien sa plus haute cote, soit R-1 (qualité supérieure). Dans un récent document de travail, Moody's a également proposé que la qualité du montage sous-jacent soit prise en considération

10. Les modifications proposées à l'accord de Bâle sur les fonds propres (BRI, 2003) exigeraient que ce genre de protection contre le risque de crédit soit pris en considération dans le calcul des besoins en fonds propres. Toutefois, le Nouvel accord ne devrait entrer en vigueur qu'à la fin de l'année 2006. On ne s'attend pas à ce que ces modifications influent sur la façon dont le BSIF traite les facilités de trésorerie au Canada.

dans la détermination des exigences à respecter en matière de rehaussement de liquidité pour obtenir une cote supérieure¹¹. Selon Moody's, bien qu'il soit possible de parfaitement dissocier les mécanismes de rehaussement de liquidité et ceux de rehaussement de crédit, cela nécessite une évaluation coûteuse de la qualité intrinsèque du crédit du programme d'émission de PCAA.

Au lieu d'intégrer un mécanisme de rehaussement de liquidité, certains programmes émettent du papier commercial à échéance prorogeable; le promoteur a ainsi la possibilité de proroger l'échéance de l'émission jusqu'à un maximum cumulatif de 365 jours. Cette caractéristique tient lieu de facilité de trésorerie en transférant en quelque sorte à l'investisseur le risque de liquidité ainsi que la compensation pour le risque assumé. Le papier commercial à échéance prorogeable représentait environ 5 % du marché canadien du PCAA à la fin de 2002.

Risques juridiques associés au processus de titrisation

Le montage juridique sur lequel reposent les programmes d'émission de PCAA est complexe par rapport à celui des titres d'emprunt traditionnels, et les documents juridiques afférents sont peu normalisés. La situation dans laquelle ces programmes sont le plus susceptibles de donner lieu à des poursuites est celle où l'initiateur devient insolvable et où ses créanciers cherchent à réintégrer les actifs titrisés au patrimoine de ce dernier afin de recouvrer leurs créances.

Le principal risque juridique que comporte l'émission de PCAA est la possibilité que le transfert des actifs à la structure d'accueil soit réputé ne pas constituer une « cession réelle » et que les actifs titrisés retournent dans le patrimoine de l'initiateur à la suite d'une contestation en justice. Les documents juridiques à l'appui d'un programme d'émission de PCAA doivent être élaborés avec soin pour que l'opération donne lieu à la cession légale des actifs plutôt qu'à un prêt. Bien que l'on ait rarement fait appel aux tribunaux pour invalider une titrisation d'actifs au Canada, la décision rendue récemment par la Cour supérieure de l'Ontario dans l'affaire opposant le Metropolitan Toronto Police Widows and Orphans Fund à Telus Communications Inc.¹² témoigne de la rigueur des critères qu'appliquent les tribunaux lorsqu'ils cherchent à déterminer si un actif titrisé a réelle-

11. Adams (2001) présente le point de vue de la DBRS et Kriegler et coll. (2002) celui de Moody's.

12. [2003] O.J. n° 128.

ment été cédé. Dans cette affaire, le tribunal a poussé son examen au-delà du libellé du contrat qui avait donné effet au transfert des actifs (et qui attestait clairement de l'intention de réaliser une cession) pour étudier la conduite des parties en cause ainsi que les indices habituels attestant qu'il y a eu cession réelle des actifs (p. ex. transfert à l'acheteur du risque de propriété; attribution du droit au surplus éventuel découlant de la perception des créances; identification claire des actifs; fixation d'un prix d'achat pour les actifs; et désignation de la partie responsable de la perception des créances et de la partie pour le compte de laquelle cette perception sera effectuée). Dans ce cas-ci, le tribunal a jugé que les actifs avaient bel et bien été cédés.

Le risque de contestation du caractère définitif de la cession est le plus important risque juridique associé aux programmes d'émission de PCAA, mais il en existe d'autres, dont le risque que la structure d'accueil n'ait pas été constituée de façon à demeurer suffisamment à l'abri des répercussions d'une faillite éventuelle de l'initiateur, le risque que le transfert des actifs à la structure d'accueil soit déclaré entaché de préférence frauduleuse et invalidé et, dans le cas de titres adossés à des créances hypothécaires, le risque que les droits des titulaires du papier commercial soient subordonnés à ceux des créanciers au profit desquels l'hypothèque est inscrite.

La seule façon de limiter les risques juridiques associés au PCAA consiste à concevoir avec minutie le montage juridique de chaque programme de titrisation. Les détenteurs de titres peuvent trouver un certain réconfort dans le fait qu'une émission ayant obtenu une cote minimum R-1 (qualité supérieure) de la DBRS a sans doute été soumise aux exigences d'un contrôle préalable du montage sous-jacent. C'est à eux qu'il revient d'évaluer si l'attribution par une agence de notation d'une cote de crédit élevée leur offre une garantie suffisante quant à la solidité du montage juridique sous-jacent ou si un examen plus approfondi de celui-ci s'impose.

Communication financière

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

Difficulté à obtenir des renseignements précis au sujet de l'opération

Étant donné la politique adoptée par Standard & Poor's et Moody's en matière de notation, il faut se rabattre sur la DBRS comme unique source d'information sur les programmes d'émission de PCAA. Les exigences de la législation canadienne sur les valeurs mobilières en ce qui a trait à la production de prospectus ou à la divulgation d'autres informations ne s'appliquent pas au PCAA, pas plus qu'à tout papier commercial. En conséquence, il est impossible de trouver dans le SEDAR (Système électronique de données, d'analyse et de recherche) quelque document que ce soit relatif à la plupart des programmes d'émission multicédants d'envergure¹³. Un investisseur à la recherche d'une autre opinion se trouve donc actuellement dans une impasse, bien que certains renseignements pertinents puissent être obtenus directement auprès du promoteur ou du preneur ferme de l'émission. Le plus souvent, ni l'identité des banques qui fournissent le rehaussement de crédit ou de liquidité ni la composition du bloc d'actifs titrisés ne sont précisées dans le peu d'information publiée.

Bien que les agences de notation publient certains renseignements, de nombreuses informations ne sont pas divulguées en raison de leur caractère confidentiel. La DBRS exprime certaines inquiétudes à ce sujet :

L'information relative aux blocs d'actifs titrisés et aux établissements cédants est nettement insuffisante, et l'on a besoin de meilleures statistiques sur la qualité des actifs et les mécanismes de rehaussement. Certes, la DBRS publie chaque mois certaines données sur les blocs d'actifs, mais il serait possible d'en diffuser beaucoup plus. (Schroeder et Loke, 1998, p. 10 [traduction].)

Dans le cas des programmes multicédants, il faudra cependant veiller à respecter le désir d'anonymat de l'initiateur si l'on communique davantage d'information sur le bloc d'actifs titrisés. Rien ne semble vraiment s'opposer, cependant, à ce que l'on fournisse plus de renseignements sur les rehaussements de crédit et de liquidité.

13. Le SEDAR est géré par CDS INC., filiale de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). Les sociétés ouvertes et les fonds communs de placement canadiens sont tenus de déposer auprès du SEDAR tous les documents exigés par les divers organismes régissant les marchés de valeurs mobilières.

Imprécision de la mesure dans laquelle le risque est réellement transféré

Le transfert réel et effectif du risque est l'une des prémisses sur lesquelles repose la titrisation. Toutefois, si l'on en juge par l'information, en vérité limitée, dont on dispose sur les différents programmes d'émission, il arrive que les institutions initiatrices choisissent de conserver un degré raisonnable d'exposition à l'égard des actifs qu'elles titrisent. Dans le cas de certains programmes d'émission multicédants canadiens, par exemple, les banques restent parfois exposées au risque de crédit associé aux actifs cédés à la structure d'accueil. Il serait utile que davantage de renseignements à ce sujet soient communiqués.

Grâce aux initiatives du Conseil des normes comptables de l'Institut Canadien des Comptables Agréés et du Financial Accounting Standards Board (FASB) des États-Unis visant à bonifier les normes de divulgation afférentes aux activités de titrisation, la situation est en voie de s'améliorer. Les nouvelles normes exigeront peut-être aussi des banques qu'elles inscrivent à leurs bilans (c.-à-d. qu'elles consolident) certains des actifs des programmes d'émission de PCAA multicédants qu'elles parrainent. L'ampleur de cette consolidation peut dépendre, en partie, du degré de protection contre le risque de crédit qu'assure la banque fournissant le rehaussement de liquidité. Sans doute certaines banques canadiennes devront-elles inscrire à leurs bilans les risques auxquels les exposent leurs programmes aux États-Unis, où la couverture de liquidité englobe parfois une protection à l'égard d'autres incidents que la perturbation du marché. Le degré de consolidation requis dans le cas des montages de titrisation réalisés au Canada est moins clair, compte tenu de la nature plus restrictive des rehaussements de liquidité¹⁴.

De plus, le « troisième pilier » du Nouvel accord de Bâle haussera les exigences concernant la publication d'informations relatives au transfert du risque de crédit en général, bien que les nouvelles dispositions ne doivent entrer en vigueur qu'à la fin de 2006.

Résumé

L'encours du marché canadien du PCAA est passé d'un montant négligeable en 1985 à 63,7 milliards de dollars à la fin de 2002, et la plus grande partie du

PCAA jouit d'une cote de crédit supérieure. Le marché a joué un rôle essentiel en facilitant l'accès des entreprises à un financement à faible coût et en comblant le vide laissé par la diminution des émissions de bons du Trésor dans le segment du papier à court terme de qualité.

Bien que le PCAA comporte des risques juridiques et des risques de liquidité qui sont inhérents au processus de titrisation, le milieu canadien des investisseurs ne semble pas s'en inquiéter outre mesure. Par ailleurs, l'information relative aux opérations de titrisation est nettement insuffisante à l'heure actuelle et il est difficile de savoir dans quelle mesure le risque a effectivement été transféré par l'initiateur et à qui il l'a été, un problème que les récentes initiatives des instances comptables et des organismes de réglementation devraient aider à résoudre.

Bibliographie

- Adams, M. (2001). *Canadian Liquidity Facilities - The Preferred Alternative*, Dominion Bond Rating Service Limited (mars).
- Banque des Règlements Internationaux (2003). *Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres*, troisième document soumis à consultation par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Bâle, BRI (avril).
- Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) (1994). « Titrisation de l'actif », Ligne directrice B-5 (juillet).
- Chouinard, É., et Z. Lalani (2001-2002). « Le marché canadien des titres à revenu fixe : évolution récente et perspectives », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 15-26.
- Fingerhut, M. (2003). *Canadian Securitization - 2002 in Review*, Blake, Cassels & Graydon LLP, 21 février.
- Kiff, J. (2003). « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », *Revue du système financier* de la Banque du Canada, présente livraison.
- Kiff, J., F.-L. Michaud et J. Mitchell (2003). « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France (à venir).
- Kriegler, A., S. Pilcer, J. Dornhofer et V. Poole (2002). *Alternatives for Structuring Liquidity for Asset-Backed Commercial Paper Programs: Conduit Issuer Ratings and Pure Liquidity Support*, Moody's Investors Service, 26 février.

14. Voir Mountain (2003) pour plus d'information sur les directives du FASB et Parfeniuk et Azarchs (2003) pour une analyse de l'incidence potentielle de ces directives sur le bilan des banques canadiennes.

- McQuillan, P. E., et E. C. Cochrane (1996). *L'impôt sur le capital*, gouvernement du Canada, ministère des Finances, Comité technique de la fiscalité des entreprises (décembre).
- Mountain, J. (2003). « FASB's SPE-cial Delivery on Consolidation Accounting », Deloitte & Touche, *Heads Up*, vol. 10, 4 février.
- Ontario. Cour supérieure de justice. Décision n° 99-CL-003317, 21 janvier 2003.
- Parfeniuk, L., et T. Azarchs (2003). *FIN46 Likely to Have Impact on Major Canadian Banks*, Standard & Poor's, 16 avril.
- Rabiasz, M., et T. Connell (2002). « Leap of Faith: Canadian asset-backed commercial paper often lacks liquidity backup », *Canadian Treasurer*, vol. 18, p. 29-32.
- Schroeder, W., et H. Loke (1998). *The Basics of Multi-Seller Securitizations in Conduits*, Dominion Bond Rating Service Limited (avril).