
La titrisation de la propriété intellectuelle au Canada

Josée Thibodeau*

Cet article vise à établir la viabilité du modèle actuel de titrisation au Canada comme mécanisme de financement des entreprises détenant principalement des actifs en propriété intellectuelle, notamment par l'examen de la valeur ajoutée qu'apporterait ce mode de financement à ces entreprises. Après avoir exposé la structure et les principales composantes du modèle de titrisation conventionnel, l'auteure analyse ensuite les contraintes à la fois juridiques et économiques qui rendent cette forme de financement plus complexe, voire même risquée en présence d'actifs de propriété intellectuelle. Toutefois, se basant sur certaines expériences réussies de titrisation de tels actifs réalisées à l'étranger, et venant à la conclusion que les tribunaux canadiens pourraient en principe être réceptifs à l'endroit d'un tel mécanisme, l'auteure conclut que, en présence de certaines conditions, le recours à la titrisation pourrait devenir une alternative envisageable et profitable pour des entreprises détenant une part importante d'actifs en propriété intellectuelle. L'auteure propose cependant de modifier le modèle de titrisation conventionnel afin d'y intégrer des mécanismes qui sauraient tenir compte des risques inhérents à ces actifs, et ainsi rendre ce mode de financement mieux adapté aux réalités de ce marché.

This article aims to establish the viability of the current securitization model in Canada as a mechanism for financing businesses that primarily hold intellectual property assets, with an emphasis on the increase in value that this kind of financing would bring to these businesses. After discussing the structure and the principles underlying the traditional securitization model, the author analyzes the legal and economic constraints that add to the complexity, and even the level of risk, of this form of financing where intellectual property assets are involved. In spite of this, the author concludes, based on certain successful experiences abroad with securitization of such projects and on the determination that Canadian courts could theoretically be receptive to the use of such a mechanism, that in certain conditions, securitization could be used as a viable and profitable alternative for businesses holding, in large part, intellectual property assets. The author proposes, however, a modification to the traditional securitization model in order to integrate mechanisms that would take into account the risk factors inherently associated with such assets, thus better adapting this form of financing to the realities of this market.

* Avocate au cabinet d'avocats *Osler, Hoskin & Harcourt LLP* à Ottawa. Courriel : jthibodeau@osler.com. L'auteure désire remercier les professeurs Daniel Gervais et Michelle Lafontaine de la Faculté de droit de l'Université d'Ottawa, pour leur aide et leurs judicieux conseils relatifs à cet article. Ce texte a remporté le prix de rédaction J.S.D. Tory LLP à la Faculté de droit de l'Université d'Ottawa.

Introduction	479
I. Le concept de titrisation	480
A. <i>Définition et structure du processus</i>	480
1. Caractéristiques d'un actif susceptible d'être titrisé	481
2. Différents acteurs	483
3. Critères juridiques à considérer dans la rédaction de l'entente	486
4. Considérations comptables et fiscales	490
B. <i>Avantages de la titrisation comme méthode de financement</i>	491
C. <i>Désavantages de la titrisation comme méthode de financement</i>	492
II. La titrisation de la propriété intellectuelle	494
A. <i>Difficultés</i>	494
1. Incertitude liée aux actifs intangibles	494
a. <i>Les flux de trésorerie dépendent de la réalisation d'événements futurs</i>	494
b. <i>Aucune formule généralement reconnue pour l'évaluation de la valeur de l'actif</i>	495
c. <i>Risque de désuétude de la propriété intellectuelle</i>	496
d. <i>Manque de liquidité des marchés</i>	497
e. <i>Possibilité de contester la validité des actifs de propriété intellectuelle</i>	498
2. Problèmes liés à la cession	500
a. <i>La multitude de droits liés à un actif de propriété intellectuelle</i>	500
b. <i>La détermination du titulaire d'un droit</i>	501
c. <i>La législation canadienne sur la cession de la propriété intellectuelle</i>	503
B. <i>Exemples de titrisation de propriété intellectuelle</i>	504
1. L'industrie de la musique	504
2. L'industrie du film	506
3. Autres industries	507
4. La titrisation des activités opérationnelles dans leur ensemble	508
III. La titrisation appliquée aux entreprises en propriété intellectuelle	510
A. <i>Le financement des entreprises en propriété intellectuelle</i>	511
B. <i>Application du modèle de titrisation aux entreprises en propriété intellectuelle</i>	513
C. <i>Modification du modèle de titrisation conventionnel</i>	517
Conclusion	520

Introduction

La titrisation est un concept relativement nouveau au Canada. En effet, ce n'est qu'en 1987 que les premiers produits de titrisation furent offerts sur les marchés financiers canadiens, sous forme de titres adossés à des créances immobilières¹. Depuis ce temps, cependant, la titrisation est devenue une méthode de financement très diversifiée et sophistiquée, offrant désormais des titres adossés à plusieurs types de créances mobilières, tels que des prêts automobiles, des prêts pour pièces d'équipement, des comptes de cartes de crédit et autres créances à la consommation². Malgré cette expansion colossale, la titrisation n'en demeure néanmoins qu'à ses premiers ébats dans le domaine de la propriété intellectuelle au Canada, comparativement aux marchés financiers internationaux, où l'on retrouve déjà cette pratique à petite échelle³. À titre d'exemple, la plus célèbre transaction de titrisation de propriété intellectuelle demeure à ce jour celle du chanteur David Bowie, dans laquelle des titres adossés aux redevances futures liées aux droits d'auteur de l'artiste furent émis dans le cadre d'un placement privé pour une somme totale de 55 millions de dollars⁴. Cette méthode de financement fut aussi utilisée pour titriser des redevances provenant des contrats de franchise de Arby's, de la distribution de films produits par Twentieth Century Fox et Dreamworks SKG, et des contrats de licence d'exploitation de brevets de l'Université Yale⁵. Ce n'est donc qu'une question de temps avant que le même enthousiasme se fasse sentir chez les financiers canadiens, et en ce sens, ce procédé semble être prometteur pour l'avenir.

À l'aube de cet important développement, il est crucial d'identifier les principales contraintes juridiques et pratiques qui pourraient gêner l'avancement de la titrisation de la propriété intellectuelle au Canada. L'objectif principal de cette étude sera donc essentiellement de déterminer la viabilité du modèle actuel de titrisation au Canada comme outil pour le financement des entreprises canadiennes qui détiennent principalement des actifs de propriété intellectuelle, en déterminant notamment la valeur ajoutée qu'apporterait cette méthode de financement à ces entreprises. Toutefois, pour les fins de cet article et par souci de concision, notre raisonnement

¹ Voir Sheila Gallant-Halloran, «Securitization in Canada : An Introduction to the Basics» *Contingencies* [American Academy of Actuaries] (juillet 2000) 44 à la p. 44.

² Voir «2001 Canadian Securitization — State of the Market» dans Fitch Ratings, *International Structured Finance — Special Report*, London, Fitch Ratings, 14 mars 2001. Pour des données historiques sur chaque catégorie d'actif, voir aussi Huston Loke, Jireh Wong et Greg Nelson, «Securitizations : Year-End Review of Canadian Asset Backed Securities» dans Dominion Bond Rating Service, *1999 Annual by DBRS*, Toronto, Dominion Bond Rating Service, 2000.

³ Voir à cet effet Peter Langley et Stephen Dooley, «How to Securitise Intellectual Property Assets» (1998) 163 *Corporate Finance* 18 ; Jennifer Burke Sylva, «Bowie Bonds Sold for More Than a Song : The Securitization of Intellectual Property as a Super-Charged Vehicle for High Technology Financing» (1999) 15 *Santa Clara Computer & High Tech. L.J.* 195.

⁴ Voir la partie II.B.1, ci-dessous.

⁵ Voir les parties II.B.2 et II.B.3, ci-dessous.

sera strictement fondé sur une approche de common law. Des études plus approfondies seraient donc nécessaires pour attester de l'efficacité de ce mécanisme en droit civil⁶. Nous limiterons de plus notre analyse aux seuls droits d'auteur, marques de commerce et brevets, laissant de côté les autres formes de propriété intellectuelle, encore une fois pour des raisons de concision.

Cet article comporte trois grandes parties. Nous aborderons tout d'abord le modèle de titrisation tel qu'on le connaît aujourd'hui au Canada, en élaborant sur les principaux acteurs et mécanismes qui le caractérisent. La deuxième partie identifiera par la suite les défis soulevés par la titrisation d'actifs de propriété intellectuelle. Finalement, la troisième partie traitera de l'application du modèle de titrisation de la propriété intellectuelle aux entreprises dont les actifs sont principalement de cette nature.

I. Le concept de titrisation

A. Définition et structure du processus

La titrisation consiste en un mécanisme selon lequel des actifs générant un flux de trésorerie sont transformés en liquidités⁷. L'émission de titres de valeurs mobilières adossés à des actifs spécifiques est l'élément clé de ce type de transaction⁸. Ce qui différencie la titrisation des autres méthodes de financement par dettes est la nécessité d'isoler certains actifs spécifiques générant des revenus stables (les «actifs titrisés») de l'entreprise qui recherche le financement (le «fournisseur d'actifs»)⁹. Les actifs titrisés sont habituellement des créances ou d'autres types d'actifs financiers intangibles. Pour ce faire, le fournisseur d'actifs cède les actifs titrisés à une structure d'accueil (la «SA») en échange d'argent liquide, la SA étant habituellement une fiducie mise sur pied dans le seul but de faciliter la transaction de titrisation¹⁰. Afin de

⁶ L'auteur reconnaît que le *Code Civil du Québec* apporte certaines nuances aux concepts expliqués dans cet article. Entre autres, l'art. 1641 C.c.Q. prévoit que pour qu'une cession de créances soit opposable au débiteur et aux tiers, le débiteur doit avoir reçu une copie de l'acte de cession ou il doit avoir acquiescé à la cession. De plus, le concept de patrimoine d'affectation autonome, décrit à l'art. 1261 C.c.Q., remplace le principe de fiducie en common law et le modifie quelque peu. Une analyse plus poussée permettrait sûrement d'identifier d'autres distinctions entre l'approche civiliste et l'approche de common law en ce qui a trait au processus de titrisation. Ces distinctions ne s'appliquent cependant pas en matière de propriété intellectuelle, qui relève de la compétence fédérale.

⁷ Voir Adam Grant, «Ziggy Stardust Reborn : A Proposed Modification of the Bowie Bond» (2001) 22 *Cardozo L. Rev.* 1291 à la p. 1292.

⁸ Voir OCDE, *La titrisation : une perspective internationale*, Paris, OCDE, 1995 à la p. 3.

⁹ Voir Edmund M.A. Kwaw, *The Law of Corporate Finance in Canada*, Toronto, Butterworths, 1997 à la p. 308 [Kwaw, *Corporate Finance*].

¹⁰ Voir la partie I.A.2, ci-dessous, pour une description plus détaillée de la SA.

pouvoir remettre cette somme forfaitaire, la SA émet et vend ensuite des titres négociables sur les marchés financiers (par exemple, des obligations), et les flux de trésorerie générés par l'ensemble des actifs titrisés servent ensuite à repayer les intérêts et le capital dus aux détenteurs de titres¹¹. Enfin, lorsque toutes les obligations auront été remboursées, le fournisseur d'actifs aura alors l'option de racheter les actifs que détient la SA¹².

Précisons que les titres ainsi émis sont entièrement la propriété de la SA et, par conséquent, l'obligation de rembourser les intérêts et le capital aux détenteurs de titres repose sur cette dernière et non sur le fournisseur d'actifs. Aussi les détenteurs de titres n'appuient pas leur décision d'investissement sur la capacité attendue d'une entreprise de rembourser sa dette, mais bien sur la probabilité que les actifs titrisés produisent les flux de trésorerie espérés¹³. Le succès d'une telle transaction n'est toutefois pas garanti ; plusieurs facteurs doivent être pris en compte afin de bien structurer l'opération et de s'assurer que les bénéfices envisagés demeurent réalisables. Nous aborderons ici les plus importants.

1. Caractéristiques d'un actif susceptible d'être titrisé

Une transaction de titrisation n'est pas propre à un seul type d'actif. Toutefois, certaines caractéristiques doivent être présentes afin d'atteindre un niveau d'efficience économique acceptable. En effet, moins un actif est susceptible d'être titrisé, plus le coût de financement sera élevé, parfois à un point tel qu'il ne sera plus rentable d'effectuer une transaction aussi complexe¹⁴. N'oublions pas également que le coût de financement d'une entreprise varie généralement en fonction du risque que les investisseurs sont prêts à assumer : plus le risque d'échec est élevé, plus les investisseurs exigeront en contrepartie un taux d'intérêt élevé sur les titres émis, ou encore une forme quelconque de garantie. C'est pourquoi une grande attention devra être accordée dès le départ à la nature de l'actif et à sa propension à faire l'objet d'une titrisation.

La première caractéristique propre aux actifs titrisés est la stabilité des flux de trésorerie qu'ils génèrent¹⁵. Tel que décrit précédemment, les flux de trésorerie

¹¹ Voir Gallant-Halloran, *supra* note 1 à la p. 45.

¹² Voir la partie I.A.3, ci-dessous, pour une analyse des restrictions sur le rachat des actifs. Le fournisseur d'actifs souhaitera généralement racheter les actifs qu'il a fournis à titre de garantie supplémentaire.

¹³ Voir OCDE, *supra* note 8 à la p. 7.

¹⁴ Voir Andrew Lin, «A Securitization Primer : Part One» *Canadian Treasurer* (août 1999) à la p. 24. Voir aussi François Dessemontet, «Responsabilité patrimoniale et nouveaux instruments financiers : la titrisation de la propriété intellectuelle» dans Jérôme Bénédict *et al.*, dir., *Responsabilité civile et assurance, études en l'honneur de Baptiste Rusconi*, Lausanne, Bis et Ter, 2000, 110 à la p. 126.

¹⁵ Voir Lin, *ibid.* à la p. 23.

rattachés à ces actifs servent à rembourser les intérêts et le capital dus aux détenteurs de titres. Ces derniers s'attendent donc habituellement à recevoir des versements à des périodes prédéterminées, et si la structure temporelle des versements fluctue de façon imprévisible, ils exigeront alors un rendement plus élevé sur leur investissement¹⁶. Un exemple d'actif générant des flux de trésorerie stables est la créance hypothécaire, les débiteurs hypothécaires s'étant effectivement engagés à verser des paiements mensuels pour un terme fixe. Par contre, les redevances provenant des ventes d'un album de musique sont considérées moins stables, puisqu'il est plus difficile d'évaluer avec précision le nombre d'albums qui seront vendus et surtout les moments auxquels s'effectueront ces ventes.

La deuxième caractéristique propice à la titrisation d'un actif est le degré de certitude auquel les flux de trésorerie seront encaissés¹⁷. En effet, il doit être possible de prévoir avec précision le pourcentage de risque de défaut de paiement, et à cet effet, les sommes dues devront la plupart du temps être couvertes par une protection de premier niveau ou un mécanisme de soutien au crédit¹⁸. Dans le cas des créances hypothécaires, par exemple, les termes de la convention hypothécaire prévoient généralement de lourdes conséquences en cas de défaut de paiement, comme la prise de possession de la propriété par la banque. De plus, certaines conventions hypothécaires à durée fixe prévoient des pénalités pour les débiteurs voulant rembourser le prêt avant échéance. Ces mécanismes de contrôle permettent ainsi de faciliter et de rendre plus précise l'estimation du pourcentage de défaut de paiement. La situation est différente, toutefois, dans le cas de redevances sur la vente d'un album de musique, pour lesquelles il n'existe pas de tels mécanismes pour prévoir la certitude des flux de trésorerie futurs. On doit alors se fier à des facteurs plus subjectifs pour estimer le pourcentage de risque de défaut de paiement, tels que les goûts des consommateurs et les tendances du marché, ce qui évidemment affecte le degré de risque associé à une telle opération.

Troisièmement, afin d'être en mesure de bien évaluer la stabilité et la certitude d'encaissement des flux de trésorerie, le fournisseur d'actifs doit détenir des données retraçant l'historique des flux de trésorerie pour l'actif ou la catégorie d'actifs faisant l'objet de la transaction¹⁹. Ces données permettront ainsi d'apaiser les inquiétudes des investisseurs sur le risque qu'ils s'apprêtent à assumer en achetant les titres, ce qui influencera à la baisse les exigences de haut rendement. Cependant, l'absence de telles données s'avèrera souvent être un obstacle de taille pour une nouvelle catégorie d'actifs ou pour une entreprise qui débute ses activités²⁰.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ *Ibid.* à la p. 24.

¹⁸ Voir la partie I.A.2, ci-dessous, pour une description des différents mécanismes de soutien au crédit.

¹⁹ Voir Lin, *supra* note 14 à la p. 24.

²⁰ Voir Dessemontet, *supra* note 14 à la p. 121.

Une quatrième caractéristique concerne la transparence quant au rendement de la transaction : plus le fournisseur d'actifs est en mesure de divulguer de l'information sur le rendement des actifs, plus il sera capable d'atteindre le niveau de transparence recherché par les détenteurs de titres. L'information sur le rendement des actifs permet aux détenteurs de titres d'effectuer une meilleure évaluation des actifs adossés aux titres émis²¹. C'est ce processus d'évaluation qui déterminera en retour le taux d'intérêt applicable à la transaction, et du même fait le coût de financement de l'entreprise. Cette volonté de rendre l'information accessible n'est toutefois pas toujours présente au sein des entreprises privées qui, contrairement aux entreprises publiques, n'ont aucune obligation de publier leurs informations financières²².

Finalement, il doit être possible de céder de façon pleine et entière les actifs faisant l'objet de l'opération de titrisation²³. Il est nécessaire à cette fin de s'assurer que l'actif titrisé est cessible et qu'aucune restriction ou condition ne se rattache à la cession²⁴. Dans le cas d'une créance, on devra ainsi porter une attention particulière à la clause de cession dans le contrat de prêt.

2. Différents acteurs

Une opération de titrisation est une transaction fort complexe qui requiert la participation de plusieurs acteurs. Il doit tout d'abord y avoir un fournisseur d'actifs, c'est-à-dire une entreprise recherchant le financement et détenant les actifs qui seront éventuellement cédés à la SA pour être adossés aux titres de valeurs mobilières émis par cette dernière. Traditionnellement, les fournisseurs d'actifs se composaient surtout d'institutions financières voulant titriser leurs actifs financiers (notamment des créances hypothécaires), leur principale motivation étant d'effectuer une transaction de financement hors bilan afin de rencontrer des critères de suffisance de fonds propres²⁵. Aujourd'hui par contre, l'identité des fournisseurs d'actifs s'est grandement diversifiée, englobant non seulement les institutions financières mais également d'autres types d'entreprise détenant des actifs susceptibles de faire l'objet d'une opération de titrisation à un coût avantageux. Nous verrons plus loin que c'est le cas notamment pour un nombre grandissant d'entreprises qui disposent d'actifs de propriété intellectuelle.

²¹ Tel que discuté dans la prochaine section, l'évaluation des actifs est effectuée principalement par l'agence de notation. Les critères d'évaluation élaborés par ces agences correspondent aux attentes des détenteurs de titres vis-à-vis le niveau de risque qu'ils sont prêts à assumer. On peut donc dire que les détenteurs de titres effectuent indirectement l'évaluation des actifs.

²² Voir par ex. la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, c. S.5, partie XVIII.

²³ Voir la partie I.A.3, ci-dessous, pour une discussion du principe de la cession pleine et entière.

²⁴ Voir Edmund M.A. Kwaw, «Structuring Issues in Securitizations : Transfer and Ownership of Assets» (1996) 15 Nat'l Banking L. Rev. 65 à la p. 65 [Kwaw, «Structuring Issues»].

²⁵ *Loi sur les banques*, L.C. 1991, c. 46, art. 485. Voir aussi la partie I.B, ci-dessous, pour une discussion de l'avantage d'effectuer une transaction hors bilan.

Un autre acteur important dans ce processus est la structure d'accueil (la «SA»), c'est-à-dire l'entité à qui les actifs sont cédés et créée spécialement dans le but d'émettre des titres adossés à ces actifs²⁶. La SA est habituellement une fiducie dont les bénéficiaires principaux sont les détenteurs de titres, mais elle peut également être une société par actions ou une société de personnes²⁷. Il existe deux types de structures d'accueil, soit celles étant en mesure d'acheter des actifs de plusieurs fournisseurs d'actifs («multi-conduit»), et celles se limitant à acheter le portefeuille d'actifs d'un seul fournisseur («simple-conduit»)²⁸. Habituellement, le simple-conduit est créé par le fournisseur d'actifs pour les fins spécifiques de la transaction, alors que le multi-conduit est une fiducie constituée en permanence et qui offre continuellement ses services aux fournisseurs d'actifs. L'acte constitutif de la fiducie comporte généralement des dispositions détaillées relatives à son mandat et à son administration, ce qui implique notamment la nomination d'un fiduciaire pour gérer les activités de la fiducie conformément aux directives énoncées dans l'acte constitutif²⁹. La common law impose également au fiduciaire le devoir d'agir dans le meilleur intérêt de la fiducie et de ses bénéficiaires³⁰. Finalement, afin de ne pas mettre en péril la viabilité de la transaction, il est important qu'il existe un degré suffisant d'indépendance entre le fournisseur d'actifs et la SA³¹.

Un troisième acteur de premier plan est la société de gestion (la «SG»), laquelle effectue la gestion journalière des activités de la SA pour le compte de son fiduciaire, qui n'a habituellement aucun employé à son service³². Normalement, la SG encaisse les flux de trésorerie provenant de l'exploitation des actifs, verse les intérêts et le capital lorsque viennent les échéances, effectue des analyses de risque de crédit relié au portefeuille d'actifs, et prépare enfin un rapport des flux de trésorerie reçus et à recevoir³³. Il est à noter que le fournisseur d'actifs adopte souvent le rôle de la SG afin

²⁶ Voir Christopher C. Nicholls, *Corporate Finance and Canadian Law*, Scarborough, Carswell, 2000 à la p. 61.

²⁷ Le choix de la structure juridique dépend en grande partie des conséquences fiscales rattachées à chacune et de l'application potentielle du principe de la consolidation substantive. Voir à cet effet Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 aux pp. 326-28; Standard & Poor's, «Canadian Legal Criteria in Structured Finance Transactions» (1^{er} avril 2000), en ligne : Standard & Poor's <<http://www2.standardandpoors.com>> à la p. 21.

²⁸ Voir Walter Schroeder, Huston Loke et Jireh Wong, «The Conduits in Canada» (28 février 1999), en ligne : Dominion Bank Rating Service Limited <<http://www.dbrs.com>>. Ce rapport fait une évaluation détaillée de 36 fiducies agissant en tant que structure d'accueil pour des transactions de titrisation sur les marchés canadiens.

²⁹ Voir Standard & Poor's, *supra* note 27 à la p. 36.

³⁰ *Ibid.*

³¹ Ce point sera discuté dans la partie I.A.3, ci-dessous.

³² Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 à la p. 311.

³³ *Ibid.*

de rendre le processus invisible aux yeux des gens qui effectuent les paiements³⁴. Dans ce cas, le mandat et les tâches de la SG doivent être énumérés de façon détaillée dans le contrat de gestion³⁵, lequel devra en outre être négocié en dehors de tout lien de dépendance entre les parties afin de respecter le principe de cession pleine et entière nécessaire au succès de l'opération.

L'agence de notation peut également être appelée à jouer un rôle crucial dans le cadre d'une transaction de titrisation, puisque c'est elle qui évalue le risque de crédit de la SA, la structure juridique de l'opération et les mécanismes de soutien au crédit, afin d'attribuer ultimement une note aux titres émis³⁶. Cette note reflète le niveau de risque associé à la transaction, et par le même fait le niveau de protection que les investisseurs peuvent s'attendre à recevoir en achetant les titres émis³⁷. Une note de crédit élevée indiquera donc une forte probabilité que les titres seront complètement remboursés à temps³⁸.

Ce niveau de probabilité est certes évalué en fonction de la stabilité et de la certitude des flux de trésorerie, mais également en fonction de la disponibilité des mécanismes de soutien au crédit. Ces derniers sont fournis par un tiers ou par le fournisseur d'actifs lui-même, et servent à améliorer la qualité des actifs titrisés en réduisant les risques de défaut de paiement. Ces mécanismes peuvent prendre différentes formes. Il existe tout d'abord une protection de premier niveau, qui offre une protection de base à tous les détenteurs de titres en couvrant directement les pertes subies sur les actifs titrisés jusqu'à un niveau prédéterminé³⁹. La protection de premier niveau peut prendre la forme, entre autres, d'une garantie supplémentaire, d'un compte d'écart, d'une caisse de réserve ou d'un engagement d'achat d'actifs en défaut⁴⁰. Un deuxième mécanisme de soutien au crédit consiste à établir une structure

³⁴ Voir Nicholls, *supra* note 26 à la p. 61. Il est important pour le fournisseur d'actifs de rendre le processus de titrisation invisible afin de ne pas perturber les activités de l'entreprise et de ne pas envoyer de faux signaux aux clients au sujet de la santé financière de l'entreprise. En effet, certains pourraient croire que l'entreprise fait face à des difficultés financières puisqu'elle se retrouve dans l'obligation de céder certains actifs.

³⁵ Voir Thomas J. Gordon, «Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales» (2000) 67 U. Chicago L. Rev. 1317 à la p. 1343.

³⁶ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 aux pp. 311-12.

³⁷ Voir Lisa M. Fairfax, «When You Wish Upon a Star : Explaining the Cautious Growth of Royalty-Backed Securitization» (1999) Colum. Bus. L. Rev. 441 aux pp. 453-54.

³⁸ *Ibid.*

³⁹ Voir «Dominant Themes in Subordinated ABS : First Loss Protection» dans CIBC World Markets, *Canadian Asset-Backed Securities/Mortgage-Backed Securities Research* (16 mai 2000) à la p. 1.

⁴⁰ Pour une définition détaillée de ces concepts, voir *ibid.* à la p. 2. Brièvement, une garantie supplémentaire consiste à fournir plus d'actifs que la valeur des titres émis. Les actifs servant de garanties additionnelles sont placés dans un compte distinct et remis au fournisseur d'actifs s'ils ne sont pas utilisés. La caisse de réserve représente quant à elle un pourcentage spécifique de la valeur monétaire des actifs titrisés. Au moment de la cession, cette somme est placée dans un compte

composée de titres supérieurs et de titres subordonnés, selon laquelle les détenteurs de titres supérieurs ont le privilège de recevoir le paiement de leur capital et intérêts en priorité sur les détenteurs de titres subordonnés⁴¹. Les titres subordonnés servent donc à éponger les pertes au-delà de celles couvertes par la protection de premier niveau mentionnée ci-dessus⁴². Finalement, il est pratique courante qu'une tierce partie obtienne un soutien au crédit prenant la forme soit d'une lettre de crédit bancaire, d'une garantie financière fournie par une compagnie d'assurances, ou encore d'une garantie fournie par une institution financière⁴³.

Mentionnons enfin que les détenteurs de titres constituent également des acteurs indispensables au succès d'une telle opération, puisque ce sont eux qui financent en bout de ligne l'achat des titres émis par la SA. Les détenteurs de titres varient entre les petits investisseurs qui achètent les titres offerts sur le marché public, et les investisseurs institutionnels qui achètent les titres autant sur le marché public que par l'entremise de placements privés.

3. Critères juridiques à considérer dans la rédaction de l'entente

Une transaction de titrisation ne générera pas les avantages anticipés si certaines considérations juridiques ne sont pas prises en compte. Dans un premier temps, la SA doit être une entité indépendante du fournisseur d'actifs afin de s'isoler du risque de crédit de ce dernier. Rappelons que la décision de l'investisseur ne doit pas se fonder sur la situation financière du fournisseur d'actifs, mais bien sur le potentiel de revenus de l'actif lui-même. Or, il est plus probable que les deux entités soient considérées comme indépendantes si chacune respecte ses propres statuts constitutifs, fait affaires sous son propre nom, paie ses dettes à partir de ses propres fonds, prépare ses propres états financiers, et surtout si leurs actifs demeurent séparés et distincts⁴⁴. Si ces critères ne sont pas respectés, ou si la SA semble simplement être l'alter ego du fournisseur d'actifs, un tribunal pourrait alors conclure que les deux entités n'en forment en fait

distinct plutôt que d'être distribuée au fournisseur d'actifs, et cet argent est utilisé pour couvrir les flux de trésorerie manquants. Le solde de la caisse de réserve est remboursé au fournisseur d'actifs lorsque toutes les obligations sont payées. Finalement, le compte d'écart comprend la différence entre le taux de rendement des actifs titrisés et le taux d'intérêt remis aux détenteurs de titres. Les parties s'entendent sur le niveau d'écart négatif qui doit être couvert par la partie fournissant le soutien au crédit. Les écarts positifs sont placés dans la caisse de réserve et seront remis au fournisseur d'actifs à la fin du terme s'ils ne sont pas utilisés.

⁴¹ De façon générale, une note «AAA» est associée aux titres supérieurs et une note «A» ou «BBB» est associée à des titres subordonnés. Cette note reflète le niveau de risque que les investisseurs assumeront en achetant les titres. Les titres supérieurs représentent donc un investissement moins risqué que les titres subordonnés. Un choix stratégique pour la SA est d'émettre des titres supérieurs et subordonnés afin de cibler des investisseurs ayant différents niveaux de tolérance au risque.

⁴² Voir CIBC World Markets, *supra* note 39 à la p. 1.

⁴³ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 à la p. 312.

⁴⁴ Voir Standard & Poor's, *supra* note 27 aux pp. 34-35.

qu'une seule, et décider que leurs actifs soient considérés conjointement dans une éventuelle procédure de faillite⁴⁵. On retrouve, par analogie, cette même analyse judiciaire en droit corporatif pour déterminer si une société par actions respecte le principe de la personnalité juridique distincte⁴⁶, ou s'il est nécessaire de soulever le voile corporatif afin de protéger les créanciers lorsque la société devient insolvable⁴⁷.

Dans un deuxième temps, la SA ne sera pas entièrement protégée contre le risque de crédit du fournisseur d'actifs si elle ne détient pas un droit absolu dans les actifs titrisés. Le transfert des actifs doit donc se faire par l'entremise d'une «cession pleine et entière», et ne doit pas s'assimiler à un prêt ou à une garantie⁴⁸. De cette façon, dans l'éventualité d'une faillite du fournisseur d'actifs, les actifs titrisés ne seront pas considérés comme faisant partie de l'ensemble des biens pouvant faire l'objet d'une saisie. Le terme «cession pleine et entière»⁴⁹ signifie la cession absolue d'un actif sans restrictions ou conditions⁵⁰. Puisqu'il s'agit ici de créances ou de «choses non possessoires», il existe deux façons d'effectuer la cession. Il est d'abord possible d'effectuer une cession de créances en vertu de la loi, en s'assurant de respecter les exigences qui y sont prescrites. Par exemple, le paragraphe 53(1) du *Conveyancing and Law of Property Act*⁵¹, en Ontario, prévoit que la créance devra être cédée en entier, que la cession devra être établie par écrit, et qu'un avis écrit devra être envoyé au débiteur. Parallèlement à la loi, il est aussi possible d'effectuer une cession en *equity*, dans lequel cas aucun critère juridique n'est exigé⁵².

Afin de déterminer si le transfert des actifs représente une cession pleine et entière, les tribunaux devront considérer les facteurs suivants :

⁴⁵ *Ibid.* à la p. 32.

⁴⁶ *Salomon v. Salomon & Co.*, [1897] A.C. 22, [1895-99] All E.R. Rep. 33 (H.L.).

⁴⁷ *Clarkson Co. Ltd. v. Zhelka*, [1967] 2 O.R. 565, 64 D.L.R. (2^e) 457 (H.C.J.) ; *De Salaberry Realities Ltd. v. M.N.R.* (1974), 46 D.L.R. (3^e) 100, 74 D.T.C. 6235 (C.F. 1^{re} inst.).

⁴⁸ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 à la p. 322.

⁴⁹ Cette expression est la traduction du terme «true sale» qui est communément employé dans le domaine de la titrisation.

⁵⁰ Voir Kwaw, «Structuring Issues», *supra* note 24.

⁵¹ L.R.O. 1990, c. C.34, art. 53(1).

⁵² Très souvent, les opérations de titrisation sont effectuées dans le cadre d'une cession en *equity* puisqu'il est peu pratique et même indésirable de donner un avis écrit aux débiteurs du fournisseur d'actifs (voir Dina Albagli *et al.*, «Securitisation by Water Companies» dans Jane Borrows, dir., *Current Issues in Securitisation*, London, Sweet & Maxwell, 2002, 77 à la p. 78). Toutefois, le désavantage d'une cession en *equity* est que la SA ne sera pas en mesure de poursuivre un débiteur sans joindre à l'action le fournisseur d'actifs, bien qu'il ne s'agit pas d'un désavantage de taille, puisque la SA peut obtenir un mandat de délégation de pouvoirs lui accordant le droit de poursuivre le débiteur au nom du fournisseur d'actifs dans l'éventualité d'un défaut de paiement.

1. Si la cession transfère effectivement à la SA le risque de perte et le droit de garder les revenus qui excèdent le prix d'achat⁵³ ;
2. Si le fournisseur d'actifs retient certains droits dans les actifs⁵⁴ (en principe, celui-ci ne devrait pas bénéficier d'un droit général de racheter les actifs — ce droit devrait plutôt se limiter à une option de rachat lorsque la valeur du portefeuille d'actifs représente 5 à 10% de sa valeur originale⁵⁵) ;
3. Si le fournisseur d'actifs retient et exerce un niveau de contrôle sur la façon dont les biens sont gérés après le transfert⁵⁶ ; et
4. L'intention des parties. Celles-ci doivent :
 - a) utiliser, dans leurs documents, un langage reflétant expressément une vente plutôt qu'un prêt ;
 - b) utiliser un instrument représentant un transfert formel de l'actif ;
 - c) traiter la transaction comme une vente tant au niveau comptable que fiscal ;
 - d) s'entendre sur une contrepartie raisonnable qui n'est pas exagérément plus basse que la valeur marchande des actifs⁵⁷.

Une application stricte de ces critères impose donc beaucoup de limites sur la façon dont la transaction de titrisation peut être structurée. Par exemple, si le fournisseur d'actifs désire occuper les fonctions de la SG, il sera alors nécessaire de prévoir l'existence d'un contrat indépendant avec la SA afin de déterminer en détails l'étendue de son mandat⁵⁸, le but étant toujours de démontrer que le fournisseur d'actifs ne tente pas d'exercer un contrôle sur les actifs cédés à la SA. De plus, il pourra parfois être difficile pour le fournisseur d'actifs d'avancer une forme importante de soutien au crédit, certains pouvant en effet argumenter qu'il évite ainsi de transférer entièrement le risque de perte à la SA. Il sera également risqué de prévoir dans l'entente que l'écart de rendement positif généré par les actifs appartiendra au fournisseur d'actifs. Encore une fois, cela pourrait indiquer que le risque de perte et la possibilité d'accumuler des gains ne sont pas vraiment transférés à la SA.

⁵³ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 à la p. 322 ; Standard & Poor's, *supra* note 27 à la p. 93.

⁵⁴ Voir Kwaw, *ibid.*

⁵⁵ Voir Standard & Poor's, *supra* note 27 à la p. 94.

⁵⁶ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 à la p. 323.

⁵⁷ Voir Standard & Poor's, *supra* note 27 à la p. 93.

⁵⁸ Voir Gordon, *supra* note 35.

Toutefois, à la lumière d'une série de décisions rendues récemment par la Cour suprême du Canada⁵⁹, on peut penser que les tribunaux canadiens n'effectueront pas une application trop stricte des critères juridiques énumérés précédemment pour reconnaître ou non la présence d'une cession pleine et entière⁶⁰. Bien que les décisions *Continental Bank Leasing c. Canada*, *Shell Canada Ltée. c. Canada* et *Singleton c. Canada* n'aient pas été rendues dans un contexte de titrisation (elles faisaient plutôt l'objet de litiges fiscaux), le raisonnement de la Cour suprême dans ces décisions nous donne néanmoins de bons indices sur la façon dont les tribunaux canadiens analyseraient une telle transaction afin de déterminer s'il y a eu ou non une cession pleine et entière des actifs. Dans l'arrêt *Shell*, le juge McLachlin, au nom de la majorité, énonce :

[N]otre Cour n'a jamais statué que la réalité économique d'une situation pouvait justifier une nouvelle qualification des rapports juridiques véritables. [...] Une nouvelle qualification n'est possible que lorsque la désignation de l'opération par le contribuable ne reflète pas convenablement ses effets juridiques véritables⁶¹.

Elle poursuit ensuite en expliquant que s'il existe deux manières de structurer une opération pour produire le même effet économique, ce n'est pas le rôle des tribunaux d'empêcher les contribuables de recourir, dans le cadre de leurs opérations, à des stratégies complexes afin de réduire leurs impôts, dans la mesure évidemment où cette stratégie respecte les dispositions de la loi⁶². En extrapolant ce raisonnement à un contexte de titrisation, on pourrait en conclure que si les instruments juridiques et le comportement des parties reflètent de façon uniforme une cession pleine et entière des actifs à la SA, les tribunaux ne devraient pas en principe intervenir dans la transaction entre les parties et ce, même si le résultat économique de cette transaction aurait pu être accompli par le truchement d'une autre structure juridique, telle qu'un prêt⁶³. Notons que cette approche n'a pas été adoptée par les tribunaux américains, lesquels analysent plutôt la réalité économique de la transaction pour déterminer la nature juridique d'une cession, peu importe la forme choisie par les parties⁶⁴.

Enfin, un dernier critère doit être considéré dans la rédaction de l'entente, soit de s'assurer de la solvabilité de la SA tout au long de l'opération. Pour ce faire, il serait judicieux de limiter son mandat et ses pouvoirs aux seules activités liées à la génération

⁵⁹ Voir *Continental Bank Leasing c. Canada*, [1998] 2 R.C.S. 298, 163 D.L.R. (4^e) 385 ; *Shell Canada Ltée. c. Canada*, [1999] 3 R.C.S. 622, 178 D.L.R. (4^e) 26 [*Shell*] ; *Singleton c. Canada*, [2001] 2 R.C.S. 1046, 204 D.L.R. (4^e) 564, 2001 SCC 61 [*Singleton*].

⁶⁰ Voir Standard & Poor's, *supra* note 27 à la p. 52 ; Martin Fingerhut, «Securitization Craze in Canada» *Corporate Finance [Securitization Supplement]* (avril 2001) 21 à la p. 22.

⁶¹ *Shell*, *supra* note 59 au para. 39.

⁶² Voir *ibid.* aux para. 45-46 ; voir aussi *Singleton*, *supra* note 59 aux para. 27-28.

⁶³ Voir *supra* note 60.

⁶⁴ *Ibid.*

des revenus des actifs titrisés, de restreindre ses possibilités d'endettement, et d'exiger qu'elle s'engage au sein d'investissements peu risqués⁶⁵.

4. Considérations comptables et fiscales

Tel qu'énoncé précédemment, il est important que le fournisseur d'actifs traite la transaction de titrisation comme une cession pleine et entière autant sur le plan comptable que fiscal⁶⁶. Sur le plan comptable d'abord, l'Institut canadien des comptables agréés («ICCA») a publié en mars 2001 une note d'orientation concernant la comptabilisation des cessions de créances⁶⁷. Celle-ci modifie sensiblement la comptabilisation des opérations de titrisation au Canada, de manière à concorder avec les exigences de comptabilité américaines⁶⁸. Alors que dans le passé, une cession d'actifs n'était pas reconnue comme une cession pleine et entière sur le plan comptable tant que le fournisseur d'actifs gardait un droit sur la valeur résiduelle des actifs au-delà de 10%, l'approche repose maintenant sur le contrôle qu'exerce le fournisseur d'actifs sur les actifs titrisés. Autrement dit, si celui-ci n'abandonne pas, dans les faits, le contrôle des actifs titrisés, il ne sera pas en mesure de comptabiliser l'opération comme une cession, et devra alors inscrire au bilan les passifs qu'il a pris en charge. Par contre, dans le cas contraire, il sera en mesure de soustraire du bilan les actifs cédés dont il a abandonné le contrôle⁶⁹. Par ailleurs, le fait que le fournisseur d'actifs occupe la fonction de SG ne semble pas être considéré par l'ICCA comme représentant l'exercice d'un contrôle⁷⁰. En général, il y aura abandon du contrôle dès le moment où les actifs seront cédés à une tierce partie et que cette dernière aura acquis le droit de les nantir ou les échanger⁷¹. Ces changements sont donc favorables aux opérations de titrisation, puisqu'ils indiquent que d'un point de vue comptable, le fournisseur d'actifs peut garder certains droits sur la valeur résiduelle des actifs (par exemple dans les cas où ceux-ci généreraient plus de revenus que ceux anticipés), sans mettre pour autant en péril le caractère juridique de l'opération de titrisation.

⁶⁵ Voir Kwaw, «Structuring Issues», *supra* note 24 aux pp. 66-67.

⁶⁶ Voir la partie I.A.3, ci-dessus, pour la description des critères élaborés par les tribunaux relatifs à la cession pleine et entière.

⁶⁷ Voir Conseil des normes comptables, «Cessions de créances (titrisations). État d'avancement : note d'orientation concernant la comptabilité publiée», en ligne : L'Institut Canadien des comptables agréés <http://www.cnccanada.org/index.cfm/ci_id/1450/la_id/2.htm>.

⁶⁸ Voir à ce sujet Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards No. 140 : Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities (A Replacement of FASB Statement No. 125)» (September 2000), en ligne : Financial Accounting Standards Board <<http://www.fasb.org/pdf/fas/40.pdf>>.

⁶⁹ Voir John Jakolev et Boris Pavlin, «Comptabilisation des opérations de titrisation» *Faits saillants en fiscalité canadienne* 9 : 7 (juillet 2001) 49.

⁷⁰ *Ibid.* à la p. 50.

⁷¹ *Ibid.* à la p. 49.

Du point de vue fiscal maintenant, l'Agence du revenu et des douanes canadiennes («ARDC») a adopté les critères juridiques énumérés précédemment⁷² afin de déterminer si la transaction constitue une cession ou un prêt. La caractérisation de l'opération comme une cession représente cependant un désavantage fiscal important puisque les revenus du fournisseur d'actifs sont alors inscrits au livre de façon accélérée⁷³. Pour certaines entreprises, ce fardeau fiscal est même tellement imposant qu'il ne devient plus avantageux de recourir à cette méthode de financement. Toutefois, l'avantage associé à l'approche de l'ARDC est d'éliminer toute incertitude quant à savoir si les actifs sont isolés du risque de crédit du fournisseur d'actifs, puisque la transaction est traitée de façon similaire tant au niveau fiscal qu'au niveau juridique. Notons encore ici la différence d'approche empruntée aux États-Unis à cet égard, leur régime fiscal permettant de considérer une transaction de titrisation comme un prêt même si elle est traitée comme une cession au niveau juridique⁷⁴. Par conséquent, les fournisseurs d'actifs américains n'ont pas à assumer le fardeau fiscal qu'assument leurs homologues canadiens. Ceci explique d'ailleurs en partie pourquoi la titrisation est une méthode de financement plus populaire aux États-Unis qu'au Canada.

B. Avantages de la titrisation comme méthode de financement

Maintenant que le modèle de base de la titrisation a été défini et décrit, examinons les avantages que procure cette forme de financement. La titrisation s'avère en effet être une méthode de financement fort intéressante pour plusieurs raisons. Premièrement, la structure juridique de ce processus fait en sorte que les titres émis obtiennent généralement une cote de crédit supérieure à celle du fournisseur d'actifs, offrant ainsi un coût d'emprunt plus faible que les autres méthodes de financement par dettes⁷⁵. Cet avantage découle principalement du fait que les actifs titrisés deviennent isolés du fournisseur d'actifs⁷⁶ : une fois les actifs cédés à la SA, les détenteurs de titres n'ont plus qu'à se préoccuper du risque de crédit de cette dernière. Or, une SA est habituellement mise sur pied uniquement dans le but d'acheter un ensemble précis d'actifs par le biais des fonds provenant de l'émission des titres⁷⁷, ce qui signifie qu'elle n'effectuera aucune autre opération que de recevoir les flux de trésorerie que génèrent les actifs, ainsi que de payer les intérêts périodiquement aux détenteurs de titres. Il est donc juste de dire que le risque assumé par les détenteurs de titres se limitera à la capacité des actifs de générer les flux de trésorerie espérés ; le risque que le fournisseur d'actifs atteigne un taux d'endettement élevé, qu'il étende ses activités

⁷² Voir la partie I.A.3, ci-dessus.

⁷³ Voir la partie I.B, ci-dessous.

⁷⁴ Voir Nicole Chu, «Bowie Bonds : A Key to Unlocking the Wealth of Intellectual Property» (1999) 21 Hastings Comm. & Ent. L.J. 469 à la p. 485 ; Albagli *et al.*, *supra* note 52 à la p. 103.

⁷⁵ Voir Nicholls, *supra* note 26 à la p. 63.

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ *Ibid.* à la p. 61.

dans des secteurs incertains ou qu'il devienne tout simplement insolvable ne devrait donc plus représenter une inquiétude pour les détenteurs de titres. À l'inverse, les créanciers du fournisseur d'actifs n'ont également plus de recours directs relativement aux actifs titrisés⁷⁸.

Deuxièmement, la titrisation permet à une entreprise de diversifier ses sources de financement. Plutôt que d'être à la merci des exigences d'une institution financière, l'entreprise qui a recours à la titrisation a accès à un groupe beaucoup plus vaste de créanciers sur les marchés financiers, ce qui ne peut être que bénéfique⁷⁹. D'une part, les institutions financières exigent habituellement des clauses restrictives très onéreuses lorsqu'elles ne sont pas en mesure d'obtenir une sûreté prioritaire sur le prêt octroyé, ce qui peut être problématique pour une entreprise déjà fortement endettée⁸⁰. D'autre part, la disponibilité du financement par actions, largement influencée par la santé du marché boursier, peut facilement être compromise durant les périodes de ralentissement économique ou de récession. Il est aussi possible que le fournisseur d'actifs ne veuille tout simplement pas opter pour le financement par actions, craignant l'effet de dilution qu'entraînerait une nouvelle émission. En outre, la titrisation représente une méthode de financement flexible au niveau de la durée du terme de financement, laquelle est souvent liée à la longévité des actifs titrisés⁸¹.

Troisièmement, cette structure de financement libère le fournisseur d'actifs de toute responsabilité en cas de poursuite par un détenteur de titres pour défaut de paiement⁸². Rappelons en effet que ces derniers peuvent seulement exercer leurs recours contre la SA, qui est la seule à détenir un intérêt dans les actifs titrisés.

Finalement, la titrisation s'avère un outil efficace pour la gestion des états financiers. En effet, plutôt que d'inscrire une dette au bilan, le fournisseur d'actifs peut soustraire de celui-ci la valeur des actifs titrisés⁸³. Il est donc possible pour ce dernier d'améliorer la proportion de ses fonds propres par rapport à son passif, ce qui est particulièrement pertinent pour les entreprises ayant déjà atteint un niveau élevé de dettes et qui ne veulent pas susciter trop d'inquiétudes auprès de leurs actionnaires.

C. Désavantages de la titrisation comme méthode de financement

Malgré les nombreux avantages que présente ce mode de financement, on peut néanmoins identifier certains inconvénients reliés à son utilisation. Premièrement, et

⁷⁸ Voir la partie I.A.3, ci-dessus. Cette affirmation est conditionnelle à ce que la cession des actifs soit reconnue comme une cession pleine et entière par les tribunaux canadiens.

⁷⁹ Voir Fairfax, *supra* note 37 à la p. 457.

⁸⁰ Voir Kwaw, *Corporate Finance*, *supra* note 9 aux pp. 199-200.

⁸¹ Voir H. John Jackson, «Royalty Securitization : Taking CABS to Bankruptcy Court» (1999) 21 Thomas Jefferson L. Rev. 209 à la p. 216.

⁸² Voir Lin, *supra* note 14 à la p. 23.

⁸³ Voir la partie I.A.4, ci-dessus, pour plus de détails sur les considérations comptables.

tel que mentionné précédemment, la titrisation a pour conséquence d'accélérer l'inscription des revenus aux livres du fournisseur d'actifs, puisque les revenus résultant de la vente des actifs titrisés doivent être comptabilisés au cours de l'année où l'opération de titrisation a lieu (alors qu'en l'absence de titrisation, les revenus générés par les actifs seraient comptabilisés seulement au fur et à mesure de leur réalisation)⁸⁴. Pour plusieurs entreprises, cette réalité peut donc représenter un énorme fardeau fiscal en raison de l'impossibilité d'échelonner les paiements d'impôts sur plusieurs années. Ainsi, seules les entreprises encourant des pertes opérationnelles nettes importantes au cours d'une année pourront considérer avantageuse l'actualisation des revenus futurs à cette même année.

Deuxièmement, la structure même de l'opération de titrisation pourrait soulever certains doutes aux yeux du public et des investisseurs envers les pratiques comptables du fournisseur d'actifs. En effet, bien que les transactions légitimes «hors bilan» soient reconnues comme une pratique valable par la profession comptable, on ne pourrait empêcher certaines inquiétudes chez les actionnaires et investisseurs potentiels face à cette méthode de comptabiliser les revenus et les actifs de l'entreprise, notamment à la lumière des récents scandales financiers entourant les entreprises telles qu'Enron et WorldCom. Il sera donc crucial pour les fournisseurs d'actifs de signaler et d'expliquer clairement cette stratégie de financement à leurs investisseurs et actionnaires, de même qu'à la communauté financière. Certains actionnaires pourraient effectivement avoir l'impression qu'en adoptant cette méthode de financement, le fournisseur d'actifs tente en fait de camoufler une situation financière moins saine qu'elle ne l'est vraiment. Ce n'est pourtant pas le cas ; au contraire, lorsque l'évaluation des actifs est adéquate, la titrisation est une méthode de financement moins coûteuse qui contribue à augmenter l'avoir des actionnaires plutôt que de le détériorer.

Enfin, on compte parmi les autres inconvénients potentiels des coûts juridiques et comptables élevés, une certaine dépendance à l'endroit des agences de notation et des fournisseurs de soutien au crédit, de même qu'une certaine perte de contrôle dans le cas où le fournisseur d'actifs n'occupe pas le rôle de la SG. Mais malgré ces quelques inconvénients, la titrisation est un mode de financement dont la relative nouveauté ne devrait pas empêcher le développement et l'exploitation au sein des entreprises canadiennes. Reste à voir maintenant dans quelle mesure la titrisation est un modèle applicable au domaine de la propriété intellectuelle.

⁸⁴ Voir «Canada» *International Tax Review* [Capital Markets : Practical Financing Techniques] (juin 2000) 84 à la p. 84.

II. La titrisation de la propriété intellectuelle

A. Difficultés

Comme nous venons de le démontrer, les opérations de titrisation conventionnelles représentent un investissement généralement peu risqué pour les détenteurs de titres, de même qu'une méthode de financement pouvant être d'un prix relativement modique pour les fournisseurs d'actifs. Nous avons vu également que ce type de transaction reposait essentiellement sur deux prémisses, soit la capacité des actifs titrisés de générer des revenus de façon prévisible, et la possibilité d'immuniser les actifs titrisés contre le risque de faillite du fournisseur d'actifs. Toutefois, lorsque l'on tente d'appliquer ce modèle aux actifs de propriété intellectuelle, certains obstacles supplémentaires peuvent surgir. Dans un premier temps, nous verrons que cette catégorie d'actifs comprend certaines caractéristiques qui rendent difficile la tâche d'évaluer et de quantifier les perspectives de revenus qui peuvent être générés et, dans un deuxième temps, nous verrons que le critère d'une cession pleine et entière peut également être plus difficile à rencontrer.

1. Incertitude reliée aux actifs intangibles

a. *Les flux de trésorerie dépendent de la réalisation d'événements futurs*

Il est relativement facile d'évaluer la stabilité et la certitude des flux de trésorerie générés par des actifs conventionnels, puisque l'événement à l'origine des flux de trésorerie est déjà réalisé⁸⁵. Par exemple, dans le cas d'une créance hypothécaire, le flux de trésorerie est engendré par la conclusion d'une convention hypothécaire avec le client et de l'avancement du prêt prévu à cette convention. L'évaluation est toutefois beaucoup plus complexe lorsque les actifs faisant l'objet de la titrisation sont des droits de propriété intellectuelle, car contrairement aux actifs conventionnels, la viabilité d'une telle opération dépend d'événements qui ne se sont pas encore réalisés⁸⁶.

Cette affirmation doit cependant être nuancée selon le type de propriété intellectuelle en cause et en fonction du degré de certitude des flux de trésorerie que celui-ci est susceptible de générer. D'un côté, on retrouve les droits ayant atteint le stade de la commercialisation et qui génèrent une source indépendante de revenus au sein de l'entreprise. C'est le cas par exemple des droits d'auteurs et des brevets qui génèrent des redevances en vertu de contrats de licence, ainsi que des marques de commerce faisant l'objet de contrats de franchise. Le calcul des redevances se fera alors en fonction des efforts futurs qui seront déployés par les détenteurs de licences

⁸⁵ Voir Gordon, *supra* note 35 aux pp. 1318-19.

⁸⁶ *Ibid.*

ou de franchises pour commercialiser les droits en question, de même que des possibilités de conclure de nouveaux contrats de licence dans l'avenir, dans la perspective de générer davantage de revenus.

Par opposition, on retrouve à l'autre extrémité des droits de propriété intellectuelle qui ont une valeur intrinsèque pour l'entreprise, mais qui ne représentent pas encore une source spécifique de revenus. Il sera en ce cas encore trop tôt pour prédire ce que sera la valeur marchande de ces droits, laquelle dépendra grandement des mesures de mise en marché qui seront éventuellement adoptées pour faire en sorte que ces actifs génèrent des revenus dans le futur. Cela représente évidemment beaucoup d'incertitude tant au niveau de la détermination des sommes qui seront générées que du moment où elles le seront. Précisons cependant ici que les marques de commerce représentent rarement une source spécifique de revenus pour l'entreprise ; elles peuvent certes avoir une valeur intrinsèque pour l'entreprise (par exemple en matière d'achalandage), mais ne peuvent être vraiment dissociées de cette dernière en raison du risque de perte de leur caractère distinctif⁸⁷. Il sera donc généralement plus difficile de titriser une marque de commerce ne faisant pas l'objet de contrats de franchise, en raison de la difficulté d'isoler cet actif de l'entreprise.

Bref, la titrisation d'un actif de propriété intellectuelle a généralement le désavantage d'offrir moins de certitudes que les actifs conventionnels sur le plan des revenus potentiels, mais cette incertitude variera cependant selon la nature de l'actif et son degré de développement au moment de l'opération. Ainsi, puisque les flux de trésorerie dépendront grandement de la réalisation d'événements futurs, il sera important de bien évaluer au préalable les facteurs qui risquent d'influencer la rentabilité de ce mode de financement.

b. Aucune formule généralement reconnue pour l'évaluation de la valeur de l'actif

La difficulté d'établir la valeur de l'actif de propriété intellectuelle sera un autre facteur qui influencera grandement le degré d'incertitude des investisseurs. Dans le cas des actifs conventionnels, la valeur monétaire de la créance sera prédéterminée par sa valeur au livre. Le seul élément d'incertitude qui pourra alors intervenir sera la probabilité qu'il y ait défaut de paiement de la part du débiteur initial. Afin de tenir compte de ce risque, un taux d'escompte sera donc calculé en fonction des données historiques que détient le fournisseur d'actifs⁸⁸. Dans le cas d'un actif de propriété

⁸⁷ Voir Matthew Higdon, «Intangible Cash» (1998) 249 *Asset Finance Int'l* 34. La perte du caractère distinctif survient lorsqu'il est impossible d'indiquer une source unique pour certains produits sur le marché. Voir par ex. *Wilkinson Sword (Canada) Ltd. v. Juda*, [1968] 2 R.C. de l'É. 137, 57 C.P.R. 55 [*Wilkinson Sword*]. À noter que lorsque la marque devient notoire, elle garde son caractère distinctif même si elle est dissociée des activités de l'entreprise.

⁸⁸ Voir texte correspondant à la note 19.

intellectuelle cependant, sa valeur monétaire demeure incertaine puisqu'elle dépend grandement du potentiel de revenus directs et indirects que peuvent générer dans le futur les droits qui s'y rattachent⁸⁹. La valeur des actifs fluctuera également en fonction des conditions économiques du marché, et cette sensibilité pourra apprécier ou déprécier considérablement celle-ci⁹⁰. En outre, l'évaluateur (souvent indépendant) devra également tenir compte des mesures de commercialisation adoptées, des délais de mise en marché des produits, des parts de marché du fournisseur d'actifs au sein de son industrie, de la courbe de demande pour ces actifs, de la durée de vie de la propriété intellectuelle, et des produits compétiteurs commercialisés par les concurrents⁹¹. Encore une fois, plus l'actif de propriété intellectuelle en sera à un stade préliminaire du point de vue de son développement, plus il sera difficile d'évaluer avec précision le potentiel de revenus qu'il sera susceptible de générer. Par conséquent, la valeur actualisée nette de la propriété intellectuelle devra être escomptée considérablement afin de refléter toutes les sources de risque⁹².

c. *Risque de désuétude de la propriété intellectuelle*

La longévité des actifs de propriété intellectuelle est un autre aspect qui doit être gardé à l'esprit lorsque vient le temps de structurer une opération de titrisation, car un droit de propriété intellectuelle qui n'est plus protégé n'a plus la même valeur sur le marché, ce qui crée un problème évident du point de vue des revenus potentiels. La longévité de l'actif dépendra premièrement de la durée de protection que lui accorde la loi. Ainsi, en vertu de l'article 6 de la *Loi sur le droit d'auteur*⁹³, un droit d'auteur bénéficie d'une protection allant jusqu'à 50 ans après la mort de l'auteur. Cette catégorie de droits ne représente donc pas une grande inquiétude, étant donné qu'aucune opération de financement n'aura une aussi longue durée. Une marque de commerce jouit quant à elle d'une protection de durée indéfinie, c'est-à-dire aussi longtemps que le critère d'utilisation prévu au paragraphe 4(1) de la *Loi sur les marques de commerce*⁹⁴ sera respecté. Toutefois, le paragraphe 46(1) de cette même loi prévoit que l'enregistrement d'une marque de commerce doit être renouvelé après

⁸⁹ Voir Gordon V. Smith et Russell L. Parr, *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, New York, John Wiley, 1989 à la p. 247.

⁹⁰ *Ibid.* à la p. 248.

⁹¹ Voir *ibid.*, c. 9.

⁹² Voir *ibid.*

⁹³ *Loi sur le droit d'auteur*, L.R.C. 1985, c. C-42.

⁹⁴ *Loi sur les marques de commerce*, L.R.C. 1985, c. T-13. Le paragraphe 4(1) prévoit qu'une marque de commerce est réputée employée en liaison avec des marchandises si, lors du transfert de la propriété ou de la possession de ces marchandises, dans la pratique normale du commerce, elle est apposée sur les marchandises mêmes ou sur les colis dans lesquels ces marchandises sont distribuées, ou si elle est, de toute autre manière, liée aux marchandises à tel point qu'avis de liaison est alors donné à la personne à qui la propriété ou possession est transférée.

15 ans, sous peine de radiation. Finalement, l'article 44 de la *Loi sur les brevets*⁹⁵ prévoit une protection de 20 ans sur un brevet délivré suite à une demande déposée le 1^{er} octobre 1989 ou par la suite, le délai commençant à courir dès la date de dépôt de la demande⁹⁶. Il est donc important de déterminer à quel moment les actifs ont obtenu protection, et si celle-ci couvrira l'échéance des titres émis.

Outre la durée de vie légale des actifs, le progrès technologique devra également demeurer une considération importante, notamment pour les brevets. Un brevet demeure effectivement très sensible au progrès technologique, pouvant perdre toute sa valeur avec le développement de nouvelles technologies répondant mieux aux besoins des consommateurs, ce qui est généralement dévastateur au niveau des parts de marché du détenteur du brevet⁹⁷. La valeur d'un brevet peut aussi être considérablement réduite si un compétiteur enregistre des «brevets de blocage»⁹⁸ dans le but d'empêcher le détenteur du brevet d'améliorer son invention. Quant au droit d'auteur, celui-ci peut également perdre de la valeur s'il est cédé sans son droit d'adaptation ou si l'auteur de l'œuvre n'a pas renoncé à ses droits moraux sur celle-ci⁹⁹. À titre d'exemple, un consultant ayant créé un logiciel pour un fournisseur d'actifs peut choisir de lui céder les droits d'auteur à l'exception du droit d'adaptation. Le fournisseur d'actifs deviendra alors propriétaire du logiciel, lequel il ne pourra cependant pas modifier sans en demander la permission au titulaire du droit d'adaptation, ce qui risque de gêner sa capacité de répondre aux besoins futurs de ses opérations. Cette entrave risquera donc de diminuer la valeur à plus long terme du droit d'auteur sur le logiciel, ce qui en retour affectera l'efficacité du processus de financement.

d. Manque de liquidité des marchés

Les opérations de titrisation de la propriété intellectuelle effectuées sur les marchés canadiens doivent également faire face à un marché très peu liquide, en raison principalement de trois facteurs. Premièrement, il n'existe pas à l'heure actuelle

⁹⁵ *Loi sur les brevets*, L.R.C. 1985, c. P-4.

⁹⁶ L'article 45 de la *Loi sur les brevets* (*ibid.*) prévoit que la durée du brevet délivré sur une demande déposée avant le premier octobre 1989 est limitée à 17 ans à compter de la date à laquelle il est délivré.

⁹⁷ Voir Frank Musero, «Easier Way to Securitize Biotech Could Boost Market» *The Investment Dealers' Digest* (22 janvier 2001) 7 à la p. 8.

⁹⁸ L'expression «brevet de blocage» est la traduction du terme «blocking patent» communément employé dans l'industrie de la propriété intellectuelle. Un brevet de blocage consiste à enregistrer des brevets sur une invention très similaire à l'invention d'un compétiteur dans le but d'empêcher ce dernier d'améliorer son invention sans entraîner de violation.

⁹⁹ Voir la *Loi sur le droit d'auteur*, *supra* note 93. Les paragraphes 14(1) et (2) de cette loi prévoient que les droits moraux sont incessibles, mais sont toutefois susceptibles de renonciation, en tout ou en partie.

une très grande demande pour des titres adossés à des droits de propriété intellectuelle, puisque ce véhicule financier est relativement nouveau en Amérique du Nord. En effet, rares sont les personnes informées de l'existence et de la faisabilité de ce type de transaction, et des efforts devront conséquemment être déployés par les communautés juridique et financière canadiennes pour sensibiliser les investisseurs et les entreprises à ce mode de financement. Par ailleurs, ces efforts devront également être dirigés à l'endroit des différents fournisseurs de mécanismes de soutien au crédit et des agences de notation, qui devront eux aussi être mieux en mesure de remplir leurs fonctions au sein de ce processus.

Deuxièmement, les entreprises voulant se prévaloir de ce mode de financement auront le défi additionnel de trouver des détenteurs de titres assez sophistiqués pour bien comprendre la nature des actifs de propriété intellectuelle titrisés, de même que les risques qui s'y rattachent. Malheureusement, ce groupe cible se limite la plupart du temps aux investisseurs institutionnels, lesquels sont les seuls qui disposent des ressources nécessaires pour effectuer une vérification diligente assez poussée afin d'analyser les risques associés à ce type d'actifs. Enfin, peu de détenteurs de titres seront prêts à investir dans des portefeuilles d'actifs faiblement diversifiés, ce qui limite donc cette option de financement aux seuls fournisseurs d'actifs détenant différents actifs de propriété intellectuelle. Il sera donc avantageux pour certains de se regrouper avec d'autres afin de constituer un portefeuille de droits de propriété intellectuelle large et diversifié. Cette difficulté sera également moindre pour les entreprises détenant un portefeuille formé d'une combinaison d'actifs conventionnels et de propriété intellectuelle. En somme, le manque actuel de liquidité au sein des marchés pourrait augmenter le coût de financement des fournisseurs d'actifs voulant se prévaloir de la titrisation dans le domaine de la propriété intellectuelle, en raison notamment des efforts additionnels qui devront être exercés pour trouver les investisseurs voulus.

e. Possibilité de contester la validité des actifs de propriété intellectuelle

La possibilité de contestation constitue la dernière incertitude propre aux actifs de propriété intellectuelle. Il serait possible effectivement d'envisager un scénario dans lequel la validité d'un droit d'auteur serait contestée en raison du manque d'originalité de l'oeuvre, ou parce que le fournisseur d'actifs n'est pas le réel titulaire du droit¹⁰⁰. De la même manière, la validité d'une marque de commerce peut faire l'objet d'une

¹⁰⁰ L'art. 13(1) de la *Loi sur le droit d'auteur* (*ibid.*) prévoit que l'auteur est le premier titulaire du droit. Toutefois, si le fournisseur d'actifs est une entreprise et que l'oeuvre est créée dans le contexte de l'emploi, il est nécessaire de se référer au paragraphe 13(3) de la même loi pour déterminer la titularité des droits. Voir la partie II.A.2.b, ci-dessous, pour une discussion de cette question.

contestation si cette dernière perd son caractère distinctif¹⁰¹, si elle est prohibée ou invalide¹⁰², si elle cesse d'être utilisée¹⁰³, ou si elle fut utilisée par un concurrent antérieurement à son enregistrement et qu'il y a confusion¹⁰⁴. Enfin, un brevet peut être invalidé en raison de son manque d'utilité¹⁰⁵, de nouveauté¹⁰⁶ ou d'activité inventive¹⁰⁷, du fait qu'il rencontre une des exclusions prévues au paragraphe 27(8)¹⁰⁸, ou en raison de l'ambiguïté de son mémoire descriptif. Par ailleurs, la brevetabilité de certaines catégories de biens repose encore aujourd'hui sur les développements jurisprudentiels. C'est le cas en ce moment au Canada de la brevetabilité des formes de vies supérieures¹⁰⁹ et des logiciels¹¹⁰.

Ainsi, lorsque des actifs de propriété intellectuelle sont titrisés, des mesures doivent être adoptées pour minimiser la possibilité de contestation quant à leur validité. À cet effet, les investisseurs potentiels exigeront normalement qu'une vérification diligente détaillée de la propriété intellectuelle soit effectuée par le fiduciaire de la SA ou par un expert dans le domaine en question. Cette vérification diligente aura pour but entre autres d'évaluer l'existence ou non de l'œuvre, la validité de l'enregistrement de la marque de commerce, la valeur du monopole conféré par le brevet, ou encore la protection efficace de l'information confidentielle¹¹¹. Elle aura

¹⁰¹ Voir *Aladdin Industries v. Canadian Thermos Products Limited*, [1969] 2 R.C. de l'É. 80, 57 C.P.R. 230.

¹⁰² Voir la *Loi sur les marques de commerce*, *supra* note 94, art. 9, 12.

¹⁰³ *Ibid.*, art. 4.

¹⁰⁴ *Ibid.*, art. 17.

¹⁰⁵ Voir la définition de «invention» dans la *Loi sur les brevets*, *supra* note 95, art. 2.

¹⁰⁶ *Ibid.*, art. 28(2).

¹⁰⁷ *Ibid.*, art. 28(3).

¹⁰⁸ *Ibid.*, art. 27(8). Ce paragraphe prévoit qu'il ne peut être octroyé de brevet pour de simples principes scientifiques ou conceptions théoriques.

¹⁰⁹ Voir *President and Fellows of Harvard College c. Canada (Commissaire aux brevets)* (2002), 219 D.L.R. (4^e) 577, 296 N.R. 1, 2002 CSC 76. La Cour Suprême du Canada, par une majorité de cinq juges sur neuf, a récemment conclu que des mammifères non humains qui ont été génétiquement modifiés pour des fins de recherche ne sont pas brevetables car les mots «fabrication» et «composition de matières» dans la *Loi sur les brevets* n'ont pas une portée assez large pour viser des formes de vie supérieures. Les quatre juges dissidents, quant à eux, étaient de l'avis qu'un mammifère non humain dont les cellules ont été modifiées génétiquement est un objet brevetable.

¹¹⁰ Voir *Schlumberger Canada Limited c. Canada (Commissaire aux brevets)* (1981), [1982] 1 C.F. 845, 56 C.P.R. (2^e) 204 (C.F.A.), autorisation de pourvoi à la C.S.C. refusée, [1981] 2 R.C.S. xi. La Cour fédérale d'appel a conclu qu'un logiciel n'est pas brevetable car ce n'est que l'application de théories scientifiques ou de théorèmes abstraits que l'humain pouvait lui-même effectuer. L'art. 27(8) de la *Loi sur les brevets* prévoit une exception pour les principes scientifiques ou conceptions théoriques.

¹¹¹ Voir Howard P. Knopf, «Les sûretés et la propriété intellectuelle : un point de vue comparatif international» dans 9^e conférence annuelle de Fordham sur la politique et le droit en matière de propriété intellectuelle, New York, avril 2001: Transcription disponible en ligne : Commission du droit du Canada <<http://www.lcc.gc.ca/fr/themes/er/fsi/publications.asp>>.

aussi pour but de confirmer que le fournisseur d'actifs est bien le titulaire des droits en question¹¹². Finalement, afin de réduire davantage les impacts de cette source d'incertitude, il sera possible de souscrire à une assurance couvrant le risque de voir la validité du droit de propriété intellectuelle contestée¹¹³.

Bref, on remarque que la titrisation d'un actif de propriété intellectuelle peut s'avérer compliquée en raison des difficultés reliées à son aspect à la fois intangible et imprévisible. Là ne s'arrêtent pas les obstacles, toutefois. L'exigence d'une cession pleine et entière peut également poser certains problèmes dans le cas particulier d'un actif de propriété intellectuelle.

2. Problèmes reliés à la cession

a. La multitude de droits reliés à un actif de propriété intellectuelle

Plusieurs droits sont habituellement rattachés à un actif de propriété intellectuelle. À titre d'exemple, un auteur détient normalement un droit de reproduction, un droit d'adaptation, un droit de communication au public et un droit moral sur son œuvre. Une technologie peut également être protégée à la fois par des droits d'auteurs, des marques de commerce et des brevets. Or, chacun de ces droits peut, selon les circonstances, représenter une source indépendante de revenus, et donc faire l'objet d'un processus de titrisation¹¹⁴. Mais qu'arrive-t-il lorsque des cessions partielles de ces droits ont été accordées à différentes parties¹¹⁵ ? Cela impose de toute évidence des limites à l'opération de titrisation, en ce sens qu'il est impossible de céder l'actif avec tous les droits qui s'y rattachent si le fournisseur d'actifs n'en est pas le titulaire.

Il n'est cependant pas nécessaire de céder une œuvre ou une technologie en son entier, dans la mesure où les différents droits constituant l'actif peuvent chacun représenter une source indépendante de revenus. Autrement dit, on ne doit pas percevoir l'œuvre ou la technologie comme un actif de propriété intellectuelle indissociable, mais bien comme un ensemble de droits qui peuvent chacun être cédés de façon indépendante. Prenons l'exemple d'un artiste qui voudrait effectuer une transaction de titrisation sur l'une de ses chansons ou l'un de ses albums. Comme on le sait, les revenus générés par de tels actifs peuvent provenir de sources multiples : ententes de reproduction, de communication au public, de distribution, de traduction, etc. Or, l'artiste pourrait choisir de céder uniquement son droit de reproduction lié à un catalogue de chansons pour les fins de l'opération de titrisation, et ainsi conserver la titularité des autres droits qu'il détient sur son œuvre. Dans ce cas, seuls les revenus

¹¹² Voir la partie II.A.2.b, ci-dessous.

¹¹³ Voir Higdon, *supra* note 87.

¹¹⁴ Voir Fairfax, *supra* note 37 à la p. 474.

¹¹⁵ Voir Burke Sylva, *supra* note 3 aux pp. 200-202.

découlant de l'entente de reproduction seraient pris en compte par la SA dans le cadre de l'émission et du remboursement des titres aux investisseurs.

Ainsi, même si un fournisseur d'actifs n'est pas titulaire de tous les droits de propriété intellectuelle associés à une œuvre ou une technologie, il sera quand même possible pour lui d'opter pour une transaction de titrisation sur une fraction de son actif. Toutefois, on doit demeurer conscient que les revenus associés à un seul droit ne seront peut-être pas suffisants pour justifier le recours à une transaction aussi complexe que la titrisation. De plus, certains droits peuvent perdre de la valeur s'ils sont cédés séparément. Par exemple, la SA aura de la difficulté à conclure des ententes de licence sur un logiciel si elle ne détient pas les droits d'adaptation et de reproduction sur celui-ci, puisque peu de détenteurs de licences seront intéressés à signer une entente qui ne leur permettra pas d'adapter eux-mêmes le produit. Bref, le fait qu'il puisse exister plusieurs droits sur un actif de propriété intellectuelle peut constituer un avantage pour l'entreprise qui ne voudra céder qu'une partie de ses droits sur celui-ci. Toutefois, cette souplesse pourrait également s'avérer être un inconvénient pour l'entreprise ne détenant pas l'ensemble des droits sur un actif. Une opération de titrisation sera donc plus risquée en de telles circonstances.

b. La détermination du titulaire d'un droit

Tel que mentionné précédemment, afin d'être en mesure d'effectuer une transaction de titrisation, le fournisseur d'actifs devra être titulaire des droits qui se rattachent à l'actif en question. L'aspect intangible de la propriété intellectuelle rend cependant la tâche d'identification du titulaire d'un droit plus difficile que pour les actifs tangibles, et il sera donc nécessaire d'effectuer préalablement une vérification diligente afin de déterminer si le fournisseur d'actifs est bien le titulaire des droits qu'il prétend détenir. Par exemple, des difficultés peuvent survenir dans le cas d'une œuvre créée en collaboration. L'article 2 de la *Loi sur le droit d'auteur* définit cette expression comme étant une œuvre exécutée par la collaboration de deux ou plusieurs auteurs, et dans laquelle la part créée par l'un n'est pas distincte de celle créée par l'autre ou les autres. Dans le cas où il n'existe pas d'entente prévoyant les droits de chacun, les auteurs d'une œuvre créée en collaboration seront donc titulaires à parts égales et en tenance commune des droits y afférant. Par conséquent, il sera nécessaire d'obtenir le consentement de l'autre partie avant d'effectuer une transaction de titrisation sur l'œuvre en question.

La titularité des droits est une question qui peut aussi s'avérer épineuse dans le contexte d'une relation de travail. Un employé qui crée un actif de propriété intellectuelle dans le cadre de son emploi voudra généralement revendiquer la propriété de cet actif au détriment de son employeur. Une telle revendication est-elle envisageable ? La *Loi sur les brevets* est silencieuse sur la question de la titularité d'un

brevet dans le cadre d'une relation d'emploi. La jurisprudence canadienne¹¹⁶ énonce quant à elle qu'en l'absence d'un contrat d'emploi se prononçant sur la question, une invention créée par un employé pendant les heures de travail et en utilisant l'équipement de l'employeur demeurera la propriété de l'employé (à moins que ce dernier n'ait été embauché spécifiquement pour créer l'invention en question) et ce, peu importe si l'invention était un incident normal de ses fonctions ou si l'employé occupait un poste de gestion¹¹⁷.

Quant à la *Loi sur le droit d'auteur*, celle-ci prévoit expressément au paragraphe 13(3) que lorsque l'auteur est un employé sous un contrat de service et que l'œuvre a été exécutée dans l'exercice de ses fonctions, l'employeur est alors présumé être le titulaire des droits sur l'œuvre, à moins d'une stipulation contraire au contrat d'emploi. Il faut faire à cet égard la distinction entre un contrat d'emploi et un contrat pour un service spécifique. Dans ce dernier cas, les consultants externes sont engagés par l'entreprise pour effectuer un contrat spécifique, et ceux-ci ne travaillent pas directement sous l'autorité de l'employeur. Par conséquent, ils sont présumés être les auteurs de leur œuvre et demeurent titulaires de tous les droits qui s'y rattachent¹¹⁸.

Finalement, la question est moins pertinente en matière de marques de commerce, puisqu'une marque est le signe d'une source unique du fournisseur d'un produit ou d'un service, et que ce dernier doit en faire l'utilisation sur le marché pour qu'elle soit valable¹¹⁹. Il serait donc difficile pour un employé de revendiquer la titularité d'une marque utilisée par son employeur.

À la lumière de ces observations, et dans le but de prévenir tout litige à cet effet, on peut conclure que le fournisseur d'actifs voulant éventuellement se prévaloir de la titrisation devrait adopter la pratique d'inclure dans tous ses contrats d'emploi une clause à l'effet que l'employeur demeure le titulaire de tous les droits de propriété intellectuelle découlant des créations et des inventions des employés effectuées dans le cadre de leur emploi.

¹¹⁶ Voir *Comstock Canada c. Elected Ltd.* (1991), 38 C.P.R. (3^e) 29, 45 F.T.R. 241 (C.F. 1^{re} inst.) ; *Canada Plastic Containers Ltd. v. Farkas* (1973), 12 C.P.R. (2^e) 77 (H.C.J. Ont.).

¹¹⁷ Voir A. Edward Aust et al., *Executive Employment Law*, Markham, Butterworths, 1993 aux para. 10.42-10.42.1.

¹¹⁸ Voir par ex. *Amusements Wiltron c. Mainville*, [1991] R.J.Q. 1930, 40 C.P.R. (3^e) 521 (C.S. Qué.), où il fut jugé qu'un consultant externe était titulaire des droits d'auteur d'un logiciel. Quatre facteurs furent considérés par le tribunal, soit la propriété des outils de travail, la relation maître-subordonné, le risque d'affaire et le niveau d'intégration dans l'entreprise.

¹¹⁹ Voir la *Loi sur les marques de commerce*, supra note 94, art. 4.

c. *La législation canadienne sur la cession de la propriété intellectuelle*

La loi vient également fixer certaines conditions pouvant affecter la cession pleine et entière d'un actif de propriété intellectuelle. D'abord, la *Loi sur le droit d'auteur* prévoit au paragraphe 13(4) que le titulaire d'un droit d'auteur peut céder ce droit, en totalité ou en partie, à condition que la cession soit rédigée par écrit et signée par le titulaire du droit qui en fait l'objet. Il existe toutefois une limite à ce pouvoir général de cession. Le paragraphe 14.1(2) de cette même loi prévoit en effet que les droits moraux de l'auteur sont incessibles, mais sont toutefois susceptibles de renonciation, en tout ou en partie. Autrement dit, un droit d'auteur ne pourra jamais être cédé de façon pleine et entière. Afin d'être à l'abri de toute revendication future, il serait donc souhaitable que le fiduciaire de la SA exige du fournisseur d'actifs ou de l'auteur en question une renonciation contractuelle à l'exercice de ses droits moraux, ce qui évitera alors de soulever des doutes quant à la validité de l'opération. En ce qui concerne les marques de commerce, l'article 48 de la *Loi sur les marques de commerce* en permet la cession. Toutefois, la jurisprudence prévoit que la cession d'une marque sans son achalandage peut entraîner la perte de son caractère distinctif¹²⁰. Quant aux brevets, l'article 50 de la *Loi sur les brevets* prévoit la possibilité de les céder au moyen d'un acte par écrit, à la condition cependant d'enregistrer dûment l'acte de cession au Bureau des brevets, sous peine de nullité¹²¹.

Le non-respect de l'une de ces exigences législatives dans le cadre d'une cession de droits du fournisseur d'actifs à la SA n'entraînera pas nécessairement de conséquences immédiates sur la validité de la titrisation. Toutefois, dans l'éventualité d'une faillite du fournisseur d'actifs, le séquestre en faillite ou les créanciers garantis pourraient tenter de contester la validité de la cession en argumentant que les droits cédés ne l'ont pas été en bonne et due forme, et qu'ils n'ont conséquemment pas vraiment été isolés du fournisseur d'actifs. Ce dernier est par ailleurs exposé aux mêmes risques lorsqu'il choisit de déléguer à des tiers une partie de la création de la propriété intellectuelle par la conclusion de contrats de licence. Le tiers pourra-t-il alors se prévaloir de la titrisation comme méthode de financement sur la base de ces actifs ? Difficilement, puisqu'une licence n'est qu'un droit d'usage limité de l'actif, et n'équivaut donc pas à une cession ou un transfert de titularité. Toutefois, dans l'éventualité où le détenteur de licence accorde une sous-licence, il serait alors théoriquement possible pour celui-ci d'émettre des titres adossés aux revenus provenant de ces contrats de sous-licence, en autant qu'une telle opération demeure rentable dans la pratique.

¹²⁰ Voir *Great Atlantic & Pacific Tea Company Ltd. v. Registrar of Trade Marks*, [1945] R.C. de l'É. 233, 5 C.P.R. 57 ; *Dubiner v. Cheerio Toys and Games Ltd.*, [1965] 1 R.C. de l'É. 524, 44 C.P.R. 134 ; *Wilkinson Sword*, *supra* note 87 ; *Brek's Sporting Goods Co. Ltd. c. Magder*, [1976] 1 S.C.R. 527, 63 D.L.R. (3^e) 645.

¹²¹ *Loi sur les brevets*, *supra* note 95, art. 50(2), 51.

Malgré les difficultés inhérentes à la titrisation d'actifs de propriété intellectuelle, on peut conclure qu'il est néanmoins possible d'effectuer ce type de transaction lorsque les droits génèrent ou ont le potentiel de générer dans un avenir rapproché une source spécifique de revenus. Les contraintes propres aux actifs de propriété intellectuelle n'ont pas nécessairement pour conséquence d'empêcher toute transaction de titrisation, mais elles imposent plutôt des risques supplémentaires dont le principal effet est d'augmenter le coût de financement de l'opération. Plusieurs de ces contraintes peuvent cependant être minimisées par le simple fait d'adopter des pratiques commerciales adaptées aux exigences de ce mode de financement. Entre autres, le fournisseur d'actifs devrait effectuer une vérification diligente préalablement à toute transaction de titrisation, afin de confirmer la validité de ses droits en cause. Il devrait de plus s'assurer de conclure des ententes portant sur la titularité des droits avec ses employés, consultants externes et autres partenaires qui collaborent à la création des actifs. Finalement, le fournisseur d'actifs devrait garder à l'esprit les formalités juridiques requises pour que la cession des droits à la SA soit valide. La prochaine section nous fait d'ailleurs part de quelques exemples de titrisation dans le domaine de la propriété intellectuelle qui ont été réalisées au sein d'autres juridictions, ce qui nous permettra d'identifier certains facteurs déterminants du succès de telles opérations.

B. Exemples de titrisation de propriété intellectuelle

1. L'industrie de la musique

L'industrie de la musique est sûrement celle qui a fait couler le plus d'encre en matière de titrisation de la propriété intellectuelle¹²², probablement en raison du nombre plus élevé de transactions de ce genre dans ce secteur d'activités. La plus célèbre de ces transactions est survenue en 1997, lorsque des obligations d'une valeur de 55 millions de dollars furent émises à la Prudential Life Insurance Company («Prudential») par l'entremise d'un placement privé¹²³. Les obligations étaient adossées aux redevances futures provenant de la vente d'un catalogue de 25 albums du chanteur David Bowie, ces redevances étant le fruit d'une entente de distribution

¹²² Voir par ex. Kim Clark, «How Wall Street Can Securitize Anything : On the Frontier of Creative Finance» *Fortune* 135 : 8 (28 avril 1997) 50 ; Antony Currie, «Is This the Biggest Show in Town ?» *Euromoney* 10 : 350 (juin 1998) 107 ; Paul A. Baumgarten et Michael S. Poster, «Finding Cash For Royalty Recipients : Securitization Offers an Attractive Option» *N.Y.L.J.* 219 : 89 (11 mai 1998) 53 ; James Brandman, «IP Securitization : And the Bond Played On» *Global Finance* 13 : 11 (1999) 66 ; Lynna Goch, «The Rocky (and Rolling) Road to Securitization» *Best's Review* 100 : 6 (octobre 1999) 34.

¹²³ Voir Hewson Chen, «Music : Don't Sell Out, Sell Bonds : The Pullman Group's Securitization of the Music Industry, An Interview with David Pullman» (2000) 2 *Vand. J. Ent. L. & Prac.* 161 à la p. 162.

globale conclue entre ce dernier et EMI Records¹²⁴. La durée de cette entente concordait par ailleurs avec la date d'échéance des obligations émises. L'agence de notation Moody's Investors Services a même accordé la note «AAA» aux obligations issues de cette opération, permettant ainsi à la Prudential de récolter un taux d'intérêt de 7.9 pour cent¹²⁵. L'agence de notation avait axé son analyse de risque notamment sur la capacité de EMI Records à distribuer et vendre à grande échelle les œuvres de David Bowie¹²⁶. On avait également mis en place une caisse de réserve totalisant 5 pour cent de la valeur des titres, afin d'y placer les flux de trésorerie qui excéderaient les montants nécessaires pour repayer les intérêts et le capital aux investisseurs, et ensuite les remettre à Bowie à la fin du terme¹²⁷. Ce mécanisme a donc permis à l'artiste de conserver un intérêt résiduel dans les paiements de redevances. Cela aurait-il pu, cependant, mettre en péril la validité de la transaction, en ce que cela allait à l'encontre du principe de cession pleine et entière ? Il semble que les tribunaux américains n'aient pas été trop préoccupés par ce détail puisque d'une part, les sommes en question représentaient un faible pourcentage de la transaction et, d'autre part, les facteurs de contrôle et de possession penchaient davantage en faveur d'une vente que d'un prêt¹²⁸. Il est possible de croire que les tribunaux canadiens auraient réagi de la même manière devant une telle situation, puisque les instruments et le comportement des parties reflétaient de façon uniforme une structure de titrisation.

Cette transaction, maintenant communément appelé «Bowie Bond», fut la première application du modèle de titrisation comme méthode de financement dans l'industrie de la musique, et fut réutilisée par la suite pour quelques autres artistes légendaires tels que les auteurs-compositeurs Holland-Dozier-Holland, les interprètes James Brown, the Isley Brothers et Ashford & Simpson, ainsi que pour la succession de Marvin Gaye¹²⁹. Une compagnie d'enregistrement, TVT Records, a également réussi à émettre des obligations adossées à des revenus futurs d'un catalogue d'enregistrements pour une somme totale de 23 millions de dollars¹³⁰. Pour sa part, au printemps 2001, la société d'édition internationale Chrysalis Group Plc a réussi à titriser les redevances provenant de ses droits d'édition sur un catalogue de musique comprenant 50,000 titres, pour une somme totale de 88 millions de dollars¹³¹.

¹²⁴ Voir Grant, *supra* note 7 à la p. 1300.

¹²⁵ Voir J. Thomas Mullen, Joan L. Long et Thomas S. Kiriakos, «Has David Bowie Started a New Era of Celebrity Securitizations ?» *The Financier* 4 : 5 (décembre 1997) 12, en ligne : <http://www.the-financier.com/finance/pv4n5p2.pdf>.

¹²⁶ Voir Jackson, *supra* note 81 à la p. 219.

¹²⁷ *Ibid.* à la p. 216.

¹²⁸ *Ibid.* à la p. 227.

¹²⁹ Voir Matthew Benz, «Bowie Bonds : One-Off or a Sound Vision for the Future» *Billboard* 113 : 26 (30 juin 2001) 1.

¹³⁰ Voir «Bonds Give Power to the Indies» *Managing Intellectual Property* n° 88 (avril 1999) 10.

¹³¹ Voir «Weil Gotshal and Clifford Chance Pioneer Securitization of Music Publisher Rights» (2001) 20 *Int'l Fin. L. Rev.* 10 à la p. 11.

Toutefois, le modèle de titrisation tel qu'appliqué à l'industrie de la musique n'a pas connu le succès prévu par les analystes¹³², probablement en raison des nombreuses conditions requises pour que l'opération soit rentable. On retrouve en effet certains dénominateurs communs aux transactions rapportées ci-dessus. D'abord, dans chacun des cas, l'artiste était bien connu et bénéficiait d'entrées de fonds constantes en raison du grand nombre et de la popularité de ses œuvres. Ensuite, celui-ci détenait la majorité des droits d'auteur sur son catalogue de chansons, un élément fondamental au succès d'une transaction de titrisation d'une telle envergure, comme nous l'avons déjà vu¹³³. Par ailleurs, il serait difficile d'évaluer le nombre d'artistes sur le marché canadien de la musique qui réussiraient à rencontrer ces conditions. Chose certaine, si très peu d'entre eux rencontrent ces critères aux États-Unis, les probabilités à ce niveau au Canada sont encore plus faibles, en raison principalement de la taille plus modeste du marché canadien de la musique.

2. L'industrie du film

L'industrie du film est un autre secteur d'activités dans lequel la titrisation de la propriété intellectuelle représente une méthode de financement communément utilisée. Une telle transaction est relativement complexe, toutefois, en raison de la multitude de droits de propriété intellectuelle qui peuvent se rattacher à un tel actif¹³⁴. On peut entre autres penser aux droits d'auteur sur les œuvres cinématographiques, musicales et littéraires, lesquels comprennent les droits de produire, de reproduire, de traduire, de publier et d'adapter ces œuvres, ainsi que de les représenter ou les communiquer au public. Ces droits de propriété intellectuelle peuvent également inclure des marques de commerce, noms commerciaux, logos, symboles, et ainsi de suite. Selon la pratique établie au sein de cette industrie, la création des œuvres cinématographiques est financée généralement par un ou plusieurs studios de production, lesquels demandent en retour la titularité de tous les droits sur l'œuvre afin de garder un certain contrôle sur la production du film. Ce seront alors principalement les studios de production qui pourront recourir à la titrisation des revenus associés à ces droits, lesquels proviendront entre autres des entrées au cinéma, de la location et de la diffusion des films à la télévision, des trames sonores, des campagnes de publicité et autres produits dérivés.

C'est ainsi qu'en 1996, la compagnie Twentieth Century Fox a titrisé ses droits sur des films non encore réalisés pour une somme totale d'un milliard de dollars¹³⁵. De même, en 1998, l'entreprise italienne Cecchi Gori a émis des titres adossés aux revenus générés par une librairie de 1,295 films pour une valeur totale de 265 millions

¹³² Voir Grant, *supra* note 7 à la p. 1298.

¹³³ Voir Burke Sylva, *supra* note 3 aux pp. 200-202.

¹³⁴ Voir Reade H. Ryan Jr., «Structured Film Financing» (1999) 797 *Practising Law Institute/Commercial Law and Practice Course Handbook Series* 815.

¹³⁵ Voir Burke Sylva, *supra* note 3 à la p. 208.

de dollars¹³⁶. Finalement, au début de l'année 2001, Dreamworks SKG Movie Studio a titrisé un ensemble de droits d'une valeur totale de 540 millions de dollars sur plusieurs films incluant «Saving Private Ryan» et «American Beauty»¹³⁷. Un facteur déterminant dans cette transaction fut le soutien au crédit fourni par le réassureur American Re Capital Markets, ce qui a permis d'augmenter considérablement la note de crédit de l'opération. Cette société, qui ne se considérait pas comme un fournisseur de soutien au crédit proprement dit, mais bien comme une compagnie d'assurances¹³⁸, a effectué l'évaluation du risque en adoptant l'approche traditionnelle des compagnies d'assurances qui œuvrent dans l'industrie du film¹³⁹.

Une transaction similaire fut effectuée au Canada en décembre 1999 lorsque Knightscove Entertainment Inc., un producteur canadien de films familiaux, a émis des obligations adossées aux revenus futurs de films non encore réalisés pour une somme totale de 50 millions de dollars¹⁴⁰. Cette fois, les titres furent garantis par trois assureurs en provenance de l'Angleterre, des États-Unis et des Bermudes¹⁴¹. Les assureurs semblent donc occuper un rôle crucial au sein des opérations de titrisation dans l'industrie du film. Il reste maintenant à voir s'ils seront aussi enclins à développer cette expertise dans d'autres secteurs d'activités.

3. Autres industries

L'industrie des sociétés de franchise représente un autre secteur dans lequel on retrouve des exemples de titrisation de propriété intellectuelle. À titre d'exemple, en novembre 2000, Triarc Co., la compagnie mère de Arby's (services de restauration), a réussi à titriser pour une somme totale de 290 millions de dollars les redevances provenant des franchisés présents et futurs pour l'utilisation de la marque de commerce «Arby's»¹⁴². La compagnie d'assurances Ambac Assurance Corporation avait alors accepté de fournir une garantie financière «AAA» aux détenteurs de titres, alors que Swiss Re New Markets avait offert une protection de premier niveau par le truchement d'un arrangement de réassurance. La marque Arby's est d'ailleurs un bon exemple d'une marque de commerce pour laquelle les redevances payées sont directement liées à sa notoriété. Il est donc possible, dans ce cas, d'isoler de

¹³⁶ Voir «Trading on the Wide Screen» *Euromoney* 6 : 350 (juin 1998) 110.

¹³⁷ Voir Meg Green «Underwriting Hollywood: Legends of the Fall» *Best's Review* 102 : 1 (mai 2001) 47.

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ Voir Samantha Yaffe, «Upstart Prodco Inks Multimillion-Dollar Deal» *Playback* (17 décembre 1999) 5.

¹⁴¹ *Ibid.*

¹⁴² Voir Lynna Goch, «Special Orders» *Best's Review* 101 : 10 (février 2001) 59.

l'entreprise les revenus associés à sa marque de commerce¹⁴³. Enfin, il n'existe aucune raison de croire que ce type de financement ne puisse être disponible aux sociétés de franchise membres de l'Association des Franchises Canadiennes¹⁴⁴, à la condition encore une fois qu'elles aient des revenus de redevances assez importants pour rentabiliser le coût d'une telle opération.

Les universités représentent un autre type d'organisation pouvant également bénéficier de cette opportunité de financement, notamment par la titrisation des revenus provenant de leurs contrats de licence pour l'exploitation des brevets et des technologies qu'elles ont développés. Par exemple, en novembre 2000, l'Université Yale a conclu un contrat de licence avec Bristol-Myers Squibb, donnant à cette dernière un droit d'utilisation d'un médicament breveté au nom de «Zerit», conçu pour combattre la maladie du SIDA/VIH¹⁴⁵. C'est ainsi que l'Université Yale a pu par la suite titriser le brevet et les droits d'utilisation sous le contrat de licence par l'entremise de la société d'accueil «BioPharma Royalty Trust», et ainsi jouir d'un mode alternatif de financement. Au Canada, dans un contexte où les universités font constamment face à des problèmes de financement en raison des coûts à la hausse de l'équipement, de la technologie, du capital humain et de la recherche, et dans un contexte également de compressions budgétaires, il semble que la titrisation pourrait devenir un mode de financement envisageable, notamment dans les domaines reliés aux sciences et aux technologies. Cela permettrait non seulement de financer les divers programmes de recherche, mais également d'impliquer le secteur privé dans ces efforts de financement.

4. La titrisation des activités opérationnelles dans leur ensemble

En Angleterre, on a trouvé un moyen innovateur de titriser les droits de propriété intellectuelle d'une entreprise lorsque ceux-ci demeurent indissociables de ses produits ou de ses activités. En effet, depuis le milieu des années 1990, il est pratique courante dans cette juridiction de titriser les flux de trésorerie futurs provenant de l'ensemble des activités opérationnelles d'une entreprise¹⁴⁶. Les revenus sous-jacents à

¹⁴³ La vice-présidente de Ambac Assurance Corporation, Mme Jennifer Williams Costain, explique : «In structuring the transaction, we were able to isolate the stream of franchise and royalty payments from the core units of the franchise business» (Ambac Assurance, «Innovative Securitization Monetizes Intellectual Property of Arby's Franchises» (28 novembre 2000), en ligne : Ambac Assurance <http://www.ambac.com/press_releases/arbys_franchises.html>).

¹⁴⁴ Voir par ex. Subway, Tim Hortons et Poulet Frit Kentucky qui sont des franchises, membres de l'Association des franchises canadiennes, générant des revenus de redevances importants au Canada (en ligne : Canadian Franchise Association <http://www.cfa.ca/members_index.html>).

¹⁴⁵ Voir Musero, *supra* note 97 à la p. 7.

¹⁴⁶ Voir Benedicte Pfister, «Whole Business Securitizations : A Unique Opportunity for UK Assets» dans Moody's Investors Service, dir., *International Structured Finance — Special Report* (19 octobre

l'opération de financement représentent donc en ce cas l'ensemble des revenus provenant de la vente d'un produit, d'une ligne de produits, ou parfois même de l'ensemble des produits d'une entreprise. Ainsi, plutôt que de dissocier les droits de propriété intellectuelle de l'entreprise, on titre l'ensemble des revenus associés à ses produits finaux, englobant du même coup les droits de propriété intellectuelle qui s'y rattachent.

Ce genre d'opération, communément appelé «Whole Business Securitization»¹⁴⁷, est une variation du concept traditionnel de titrisation. En effet, cette structure s'apparente davantage au prêt garanti, puisque le titre de propriété des actifs n'est pas transféré à la SA et, par conséquent, les détenteurs de titres sont exposés au risque de crédit du fournisseur d'actifs¹⁴⁸. Toutefois, comme dans le cas d'une opération de titrisation traditionnelle, des mécanismes de soutien au crédit sont mis en place pour améliorer la note de crédit des titres émis, de façon à ce que cette technique soit plus avantageuse que l'émission de dettes corporatives¹⁴⁹. La SA peut ainsi se protéger contre le risque de faillite du fournisseur d'actifs en obtenant une charge flottante¹⁵⁰ sur tous les actifs de ce dernier, en plus de bénéficier d'une clause particulière propre au régime britannique de faillite et d'insolvabilité¹⁵¹. Sous ce régime, les créanciers garantis détenant une charge flottante sur l'ensemble des actifs d'une entreprise ont le pouvoir de contrôler les procédures d'insolvabilité de cette dernière en nommant un administrateur de leur choix, évitant ainsi la nomination d'un administrateur judiciaire¹⁵². L'administrateur nommé par les créanciers garantis prendra ainsi le contrôle des actifs de l'entreprise afin de les gérer dans l'unique intérêt des détenteurs de titres, en préséance même sur les réclamations de la Couronne pour les impôts non payés et les autres retenues à la source¹⁵³. Des tierces parties pourront également fournir certaines garanties afin d'assurer la continuité des flux de trésorerie dans l'éventualité où des procédures d'insolvabilité étaient entreprises. Enfin, la note de

2000). Cette technique vient tout juste d'être utilisée par deux compagnies américaines. Voir Emma Trincal, «U.S. ABS Backed by Future Cash Flows Set to Debut» *Bondweek* 22 : 4 (28 janvier 2002) 1.

¹⁴⁷ Voir Pfister, *ibid.*

¹⁴⁸ *Ibid.*

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ Une charge flottante consiste en un droit réel portant sur l'ensemble des biens présents et futurs de l'entreprise ou sur ceux qui n'ont pas été spécifiquement hypothéqués, nantis ou donnés en gage. Elle prend effet seulement au moment où l'entreprise est en défaut de remplir ses obligations. Entre-temps, l'entreprise demeure en possession des biens et elle peut en disposer dans le cours normal de ses affaires.

¹⁵¹ Voir le *Insolvency Act 1986* (R.-U.), 1986, c. 45, art. 42, annexe 1. À noter que le gouvernement britannique considère apporter des changements importants au régime de faillite et insolvabilité, ce qui pourrait affecter la viabilité de ce genre de structure.

¹⁵² Le droit de nommer un administrateur doit être inclus dans le document constitutif de la charge flottante. Les pouvoirs spécifiques de l'administrateur sont énoncés à l'annexe 1 du *Insolvency Act 1986* (R.-U.) (*ibid.*).

¹⁵³ Voir Greame Harrower, «Tax Aspects of Securitisation» dans Burrows, *supra* note 52, 95 à la p. 98.

crédit fournie par l'agence de notation dépendra grandement de la facilité à remplacer l'équipe de gestion dans le cas d'une procédure d'insolvabilité.

Cette structure fut entre autres utilisée dans le cadre du financement des opérations du musée et des parcs d'amusement Madame Tussaud, de Formule Un (F1), de l'aéroport de Londres, du General Healthcare Group (une entreprise administrant des hôpitaux privés en Angleterre) et de pubs¹⁵⁴. L'exemple de l'entreprise de Madame Tussaud est particulièrement intéressant puisqu'une partie importante des actifs de cette entité se composait de propriété intellectuelle¹⁵⁵. En effet, en plus de détenir un certain nombre de biens meubles et immeubles, l'entreprise possède également un groupe important de biens intangibles tels que marques de commerce, noms de domaine, droits d'auteur, dessins industriels, logiciels et plusieurs pièces d'équipements spécialisés¹⁵⁶. Rappelons que la difficulté à dissocier ces actifs de l'entreprise ne se pose pas ici, puisque les titres émis sont adossés à l'ensemble des revenus générés par l'entreprise plutôt qu'à une source spécifique de revenus. Cette option semble donc particulièrement intéressante pour les entreprises dont les actifs de propriété intellectuelle sont fortement intégrés au reste de leurs activités.

Au Canada, les créanciers garantis qui détiennent une sûreté générale sur l'ensemble des actifs de l'entreprise peuvent réaliser leur sûreté par l'entremise d'un administrateur-séquestre, et il est possible de prévoir dans le contrat de sûreté la nomination d'un administrateur-séquestre privé. Le créancier garanti peut ainsi mandater l'administrateur-séquestre de continuer à exploiter l'entreprise pour son bénéfice exclusif. Toutefois, contrairement au régime britannique, lequel donne un pouvoir absolu au créancier garanti, le droit canadien permet la création de «fiducies réputées» ou de «privilèges» pour le bénéfice de la Couronne aux niveaux fédéral et provincial, qui aura alors une «super-priorité» sur les créanciers garantis même dans le cas d'une mise en faillite¹⁵⁷. Par conséquent, il demeure incertain si ce type de structure pourrait être aussi efficace au Canada.

III. La titrisation appliquée aux entreprises en propriété intellectuelle

Le principal défi associé à la titrisation de la propriété intellectuelle repose sur le fait que les flux de trésorerie ne dépendent pas d'une obligation de payer certaines sommes fixes et déterminées, mais bien de la réalisation d'événements futurs. Cette

¹⁵⁴ Voir Pfister, *supra* note 146 à la p. 4 ; «Entertainment Companies Rush to the Markets» *Managing Intellectual Property* n° 91 (juillet 1999) 8 ; Ambac Assurance, «Ambac UK Backs First European Securitization of Private Hospital Revenues» (8 août, 2001), en ligne : Ambac Assurance <http://www.ambac.com/press_releases/080801.html>.

¹⁵⁵ Voir Conor Downey, «Whole Business Securitization Comes of Age» (1999) 18 *Int'l Fin. L. Rev.* 8 à la p. 8.

¹⁵⁶ *Ibid.* à la p. 9.

¹⁵⁷ Voir la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C. 1985, c. B-3, art. 67(3).

réalité a donc pour effet de rendre l'évaluation des actifs plus difficile et plus complexe, en raison notamment de l'augmentation du nombre de facteurs à prendre en considération dans ce processus. Toutefois, notre revue des expériences de titrisation de propriété intellectuelle réalisées à l'étranger nous révèle que, lorsque les droits de propriété intellectuelle ont la capacité de générer une source indépendante de revenus, et lorsque la transaction bénéficie de certaines garanties, une telle opération peut être tout à fait envisageable. Il reste maintenant à déterminer dans quelles circonstances les entreprises principalement constituées d'actifs de propriété intellectuelle pourront être avantagées par cette méthode de financement.

De plus en plus d'entreprises canadiennes développent un large inventaire de droits de propriété intellectuelle servant de pilier à leurs activités commerciales. On retrouve parmi celles-ci les entreprises œuvrant dans les secteurs plus traditionnels de la propriété intellectuelle, tels que l'industrie du film, de la musique et de la télévision, de même que les entreprises de haute technologie œuvrant dans les industries reliées aux télécommunications, à la micro-électronique, à l'optique/photonique, aux logiciels, à la biotechnologie et à la biopharmaceutique. Or, pour les entreprises possédant une forte concentration d'actifs en propriété intellectuelle, il est important de recourir à une méthode de financement qui saura tenir compte de la valeur et de la particularité de ces actifs. La titrisation pourrait précisément constituer une option intéressante à cet égard.

A. Le financement des entreprises en propriété intellectuelle

Il existe différentes méthodes de financement à la disposition des entreprises qui détiennent principalement des actifs en propriété intellectuelle, ces méthodes variant généralement en fonction du cycle de croissance de l'entreprise. Ainsi, à l'étape initiale, les fondateurs de l'entreprise solliciteront les membres de leur famille et leurs amis pour qu'ils investissent dans leur projet¹⁵⁸. Ils pourront également se tourner vers certains organismes connus sous le nom d'«incubateurs», qui se spécialisent précisément dans le financement des entreprises de technologie et de biotechnologie en phase de démarrage¹⁵⁹. Enfin, les institutions financières pourront aussi être sollicitées pour l'obtention de marges de crédit opérationnelles et de prêts garantis par des programmes gouvernementaux voués à l'achat d'équipements et au financement d'activités de recherche et développement¹⁶⁰. Vient ensuite une première ronde de

¹⁵⁸ Voir Jeffrey A. Timmons, *New Venture Creation : Entrepreneurship for the 21st Century*, 5^e éd., Toronto, Irwin/McGraw-Hill, 1999 aux pp. 438-39.

¹⁵⁹ Voir Karen Southwick, *The Kingmakers : Venture Capital and the Money Behind the Net*, New York, John Wiley, 2001 aux pp. 234-36. Le rôle des incubateurs est de fournir un encadrement aux nouvelles entreprises sous forme d'infrastructures et de services de façon à accélérer leur croissance.

¹⁶⁰ Voir la *Loi sur le financement des petites entreprises du Canada*, L.C. 1998, c. 36. Pour de l'information sur les différents programmes d'aide pour la recherche en science et technologie voir

financement offerte par les entreprises de capital de risque. En général, ces dernières cherchent à investir assez tôt dans le capital des entreprises disposant d'actifs de propriété intellectuelle, de façon à pouvoir bénéficier de leur croissance généralement rapide¹⁶¹. Souvent il arrivera même que la technologie ou l'œuvre ne soit pas entièrement développée ou à peine commercialisée. Toutefois, le projet de développement de l'entreprise sera suffisamment détaillé pour permettre aux gestionnaires des entreprises de capital de risque de discerner une opportunité d'investissement¹⁶². Par la suite, dès le moment où l'entreprise génèrera des revenus constants, une institution financière acceptera de fournir un prêt garanti jouissant d'une priorité primaire. Une deuxième ou troisième ronde de financement pourra alors avoir lieu afin de supporter les projets de croissance de l'entreprise et, si les circonstances le permettent, une première émission d'actions au public pourra être effectuée¹⁶³. À cette étape, la technologie ou l'œuvre au cœur des compétences de base de l'entreprise se trouve entièrement développée, commercialisée et bien positionnée sur le marché.

C'est à ce moment que le modèle de titrisation devient une option intéressante. En effet, il peut ne pas être souhaitable de recourir à une nouvelle émission d'actions en raison de l'effet de dilution que cela pourrait créer, ou simplement en raison de conditions inadéquates du marché. Par ailleurs, les institutions financières seront réticentes à avancer un prêt ayant une priorité subordonnée sur les actifs de l'entreprise, surtout si une grande part de ces actifs se constitue de propriété intellectuelle. De toute manière, même si un tel prêt était accordé, la banque exigerait alors fort probablement l'inclusion de clauses restrictives onéreuses au contrat. Celui-ci pourrait prévoir par exemple une clause empêchant le fournisseur d'actifs d'obtenir d'autres emprunts garantis indépendamment de sa situation financière, ou exigeant le respect d'un ratio très élevé de fonds de roulement. De telles clauses limiteraient donc énormément la flexibilité requise pour gérer efficacement les activités du fournisseur d'actifs.

Il est également possible de contracter à ce stade avec des sociétés qui se spécialisent dans l'émission de prêts subordonnés, plus communément connus sous le nom de «financement mezzanine»¹⁶⁴. Ces groupes disposent d'expertises très développées, destinées à évaluer un type particulier d'entreprise ou d'actif dans le but de déceler d'éventuelles opportunités d'investissement¹⁶⁵. Afin de contrebalancer le

aussi en ligne : Industrie Canada, Le site canadien des entreprises et des consommateurs <<http://strategis.ic.gc.ca>>.

¹⁶¹ Voir Timmons, *supra* note 158 à la p. 440.

¹⁶² Voir Southwick, *supra* note 159 à la p. 30.

¹⁶³ *Ibid.* à la p. 39.

¹⁶⁴ Voir Timmons, *supra* note 158 à la p. 449.

¹⁶⁵ Voir par ex. MM Venture Partners (en ligne : MM Venture Partners <<http://www.mmvp.com>>), un fond d'investissement privé qui fut créé en 1998 et qui se spécialise dans le financement par dettes

risque encouru par la détention d'une priorité secondaire sur les actifs de l'entreprise, ces groupes de financement exigeront généralement un taux d'intérêt plus élevé, ainsi que des options sur les actions de l'entreprise¹⁶⁶. Ce type de financement peut donc s'avérer coûteux, puisque la faillite éventuelle de l'entreprise sera un facteur de risque important dans la détermination du taux d'intérêt applicable. Encore une fois, en permettant de réduire considérablement le niveau de risque associé à une éventuelle faillite du fournisseur d'actifs, la titrisation pourrait s'avérer ici une alternative de financement très intéressante.

Enfin, la titrisation peut entraîner un avantage supplémentaire pour les entreprises en propriété intellectuelle en leur permettant de réduire les coûts reliés à l'asymétrie de l'information, spécialement pour les entreprises qui se trouvent pénalisées par la «théorie du maillon le plus faible»¹⁶⁷, théorie selon laquelle les investisseurs et créanciers sous-évaluent les entreprises pour lesquelles il y a peu d'informations disponibles pour évaluer leur rendement. Cette réaction chez les investisseurs découle en grande partie de l'incertitude et de la crainte d'effectuer une mauvaise décision d'investissement, en raison précisément de ce manque d'information, et c'est pourquoi les entreprises en propriété intellectuelle sont souvent victimes de ce phénomène. Or le processus de titrisation, en nécessitant l'exécution d'une vérification diligente plus poussée, pourrait devenir un moyen d'informer convenablement les investisseurs et ainsi contourner cet obstacle d'indétermination.

B. Application du modèle de titrisation aux entreprises en propriété intellectuelle

On peut envisager deux scénarios dans lesquels le modèle de titrisation pourrait s'appliquer aux entreprises en propriété intellectuelle. D'abord, l'entreprise pourrait titriser une entente de licence exclusive conclue avec une tierce partie. C'est ce modèle qui fut adopté notamment pour effectuer la transaction de David Bowie relative à son entente de distribution globale¹⁶⁸. Ce ne sont donc pas ici les droits de propriété intellectuelle eux-mêmes qui font l'objet de la titrisation, mais bien les ententes de licence exclusives rattachées à ces droits, sur la base des redevances qu'elles sauront générer¹⁶⁹. L'entente de licence pourra faire l'objet d'une cession en *equity* ou d'une cession en vertu de la loi, tout dépendant si les parties jugent souhaitable d'aviser ou non le détenteur de licence faisant l'objet de la cession. Cette pratique permet ainsi au fournisseur d'actifs de conserver l'ensemble des droits de

pour les entreprises du secteur de la haute technologie et de la biotechnologie. MM Venture Partners est une filiale du groupe de financement américain GATX/MM Venture Finance Partnership.

¹⁶⁶ Voir Timmons, *supra* note 158.

¹⁶⁷ Voir Claire A. Hill, «Securitization : A Low-Cost Sweetener for Lemons» (1996) 74 Wash. U.L.Q. 1061.

¹⁶⁸ Voir la partie II.B.1, ci-dessus.

¹⁶⁹ Voir Jackson, *supra* note 81 à la p. 213.

propriété intellectuelle qu'il détient sur ses actifs, bien qu'il ne peut en revanche les exploiter au cours de l'entente ni même signer d'autres contrats de licence, en raison de l'exclusivité à laquelle il est soumis. Cependant, une fois l'entente terminée, le fournisseur d'actifs sera libre de conclure une nouvelle entente fondée sur les mêmes droits de propriété intellectuelle, et ainsi titriser à nouveau les redevances sur cet actif. Précisons ici que le rôle qu'occupe la tierce partie bénéficiant du contrat de licence est très important aux fins de l'opération, puisque c'est sur elle que repose la commercialisation de l'actif pendant l'entente, et incidemment toute la rentabilité de l'opération¹⁷⁰. L'agence de notation s'attendra donc à ce que cette tierce partie ait l'expérience pertinente et les compétences nécessaires pour commercialiser le type d'actif en question. Enfin, pour des raisons de commodité, les titres émis devraient être de même durée que l'entente de licence exclusive¹⁷¹.

Mentionnons qu'il est possible que la licence exclusive rapporte plus de redevances qu'il était prévu au départ. En ce cas, le fournisseur d'actifs cherchera probablement à recouvrer ces sommes, ce qu'il pourra réaliser en mettant en place un compte d'écart et une caisse de réserve¹⁷². L'entente entre le fournisseur d'actifs et la SA devra donc prévoir que les écarts positifs seront placés dans la caisse de réserve et remis au fournisseur d'actifs à la fin du terme. Il n'est pas clair cependant dans quelle mesure les tribunaux canadiens seraient réceptifs à cette idée, particulièrement à la lumière des critères de cession pleine et entière. Mais le fait que les tribunaux canadiens empruntent des critères d'analyse similaires à ceux utilisés par leurs homologues américains (et que ces derniers semblent accorder une plus grande attention à l'aspect économique d'une telle transaction) nous porte à croire qu'une telle mesure pourrait être acceptée en droit canadien¹⁷³.

Ce scénario offre enfin de nombreux avantages au fournisseur d'actifs. D'abord, celui-ci demeure titulaire des droits de propriété intellectuelle à la base de l'opération, et il sera donc libre de commercialiser ces droits comme il l'entend au terme de l'entente exclusive. Ensuite, il est beaucoup moins hasardeux d'évaluer les revenus pouvant potentiellement être générés par une licence, plutôt que les revenus pouvant être générés par les droits eux-mêmes, surtout si ces droits ont une durée de vie commerciale relativement longue. Les risques associés à la transaction s'en trouveront donc diminués, ainsi que les coûts de financement. Enfin, les formalités et les exigences juridiques reliées à la cession des droits de propriété intellectuelle ne trouvent pas application ici, puisque ce sont les licences et non les droits eux-mêmes qui sont cédés. Le bémol cependant est qu'il sera nécessaire que l'entente de licence ait une valeur monétaire importante, sans quoi l'émission des titres perdra beaucoup de sa rentabilité.

¹⁷⁰ *Ibid.* à la p. 219.

¹⁷¹ *Ibid.* à la p. 216.

¹⁷² Voir *supra* note 40. Cette pratique fut adoptée notamment lors de la transaction de David Bowie.

¹⁷³ Voir texte correspondant aux notes 63, 64.

Le deuxième scénario envisageable met en cause une entreprise qui titrise à la fois ses droits de propriété intellectuelle et les ententes de licence qui s'y rattachent. Autrement dit, le fournisseur d'actifs cède à la SA non seulement les droits qu'il détient sur l'actif, mais également les ententes d'exploitation contractées avec des tiers. Dans le cas où il n'existe qu'une seule entente de licence exclusive, la SA reçoit les redevances jusqu'à la fin de l'entente et, une fois l'actif libéré de l'entente, c'est elle qui aura le mandat, par l'entremise de la SG, de conclure d'autres ententes afin de poursuivre ou renouveler les flux de trésorerie. Dans le cas cependant où il existe plusieurs licences non exclusives se rapportant au même actif, la situation devient plus complexe. La SA doit alors mandater une SG pour administrer le réseau de licences et s'assurer que des contrats de licence additionnels soient conclus afin de maximiser les revenus. Logiquement, ce rôle de SG devrait être attribué au fournisseur d'actifs puisque celui-ci a généralement les connaissances et les compétences nécessaires pour acquitter ces tâches avec succès¹⁷⁴. Cette situation donnant toutefois une bonne part de contrôle et de pouvoir décisionnel au fournisseur d'actifs, la question de cession pleine et entière pourrait refaire surface. Il est possible cependant de remédier à ce problème en délimitant les pouvoirs et le mandat de la SG (c'est-à-dire du fournisseur d'actifs) de façon précise et détaillée¹⁷⁵. Notamment, la SG devra recevoir un frais de service équivalant à ce qu'un administrateur indépendant aurait reçu, et l'autorité dont elle jouit devra demeurer révocable en vertu de termes et de conditions similaires à ceux utilisés dans le cas d'un administrateur indépendant¹⁷⁶. Enfin, l'entente devra prévoir des mécanismes de règlement de conflits d'intérêts pouvant potentiellement émerger de la relation entre la SG et la SA¹⁷⁷.

Le fait pour le fournisseur d'actifs d'occuper la position de SG pourrait donner lieu à un autre problème. En effet, dans l'éventualité où les actifs de propriété intellectuelle généreraient plus de revenus que prévu, quelle serait alors sa motivation d'exploiter à leur plein potentiel les actifs cédés s'il ne peut bénéficier d'aucune façon de ces gains additionnels ? Une solution envisageable serait de faire participer la SG à ces profits¹⁷⁸. Par exemple, l'entente pourrait prévoir que la SG est en droit de recevoir une prime représentant un certain pourcentage des revenus excédant les sommes nécessaires pour rembourser le capital et les intérêts des détenteurs de titres. Cela dit, il est encore une fois difficile de prédire si les tribunaux canadiens percevraient cette entente comme étant une violation du principe de cession pleine et entière. Toutefois, le droit de toucher une partie des revenus pourrait se justifier à titre de contrepartie pour les efforts déployés en vue de toucher des revenus additionnels.

¹⁷⁴ Voir David J. Kaufmann *et al.*, «Securitization: An Overlooked Financing Vehicle for Franchisors» (2001) 20 Franchise L.J. 161 à la p. 164.

¹⁷⁵ Voir Gordon, *supra* note 35.

¹⁷⁶ Voir Kaufmann *et al.*, *supra* note 174.

¹⁷⁷ Voir Higdon, *supra* note 87.

¹⁷⁸ *Ibid.*

Tel que mentionné précédemment, les titres émis devraient idéalement avoir la même durée que les ententes de licence. Quant aux droits de propriété intellectuelle, il est probable qu'ils aient un cycle de vie plus long que la durée d'émission des titres¹⁷⁹. Prenons l'exemple, pour illustrer cette situation, de droits d'auteur détenus sur un logiciel par un fournisseur d'actifs (droits dont la durée de vie légale est de 50 ans), et sur lequel existent également des contrats de licence non exclusive qui viendront à échéance dans 10 ans. Imaginons maintenant que le fournisseur d'actifs veuille titriser à la fois ses droits de redevances associés aux contrats de licence et ses droits d'auteur sur le logiciel, dans le but de financer ses opérations. En théorie, la SA émettra des obligations qui viendront à échéance dans 10 ans, afin de concorder avec la durée des licences, et puisque celle-ci détient l'ensemble des droits d'auteur, elle seule aura alors le pouvoir de renouveler ces licences à la date d'échéance. Cependant, le fournisseur d'actifs devrait-il avoir le droit à ce moment de racheter les droits qu'il a cédés, ou si une telle action brimerait le principe de cession pleine et entière ?

La solution à ce problème serait d'attribuer au fournisseur d'actifs une option de rachat à la dixième année¹⁸⁰. Ou encore, il serait possible de structurer l'émission des titres de manière à faire concorder le terme des titres émis avec la durée de vie commerciale des droits de propriété intellectuelle (plutôt qu'avec la durée des contrats de licence déjà conclus). Par exemple, si on évalue à 25 ans la durée de vie commerciale des droits d'auteur sur un logiciel, mais que les contrats de licence octroyés ont une durée de 5 ans chacun, les titres émis devraient alors avoir une durée de 25 ans. Certes, il est possible que certains investisseurs ne soient pas prêts à investir sur une si longue période de temps, craignant que les droits de propriété intellectuelle deviennent désuets plus rapidement que prévu. Dans ce genre de situation, il sera alors utile de recourir à des émissions de titres répétées. Par exemple, la SA émettrait ici des titres pour une période de 5 ans et, à la fin du terme, effectuerait une deuxième émission de titres pour une autre durée de 5 ans, permettant ainsi de rembourser les détenteurs de titres originaux. Le même processus pourrait ainsi être effectué jusqu'à ce que la durée de vie commerciale des actifs s'éteigne. Au cours de ces échéances de courte durée, la SA serait alors en mesure de conclure de nouveaux contrats de licence, apaisant du même coup les inquiétudes des détenteurs de titres quant au risque de leur investissement.

Le principal avantage de ce scénario, notamment par rapport au scénario précédent, consiste en une valeur des actifs titrisés beaucoup plus importante, étant donné que ce ne sont pas seulement les revenus associés aux contrats de licence qui

¹⁷⁹ La durée de vie légale d'un droit de propriété intellectuelle relié à une technologie sera souvent beaucoup plus longue que la durée de la demande du marché pour ce droit. Voir Jacqueline D. Lipton, «Financing E-Commerce : Legal and Practical Risks» (2001) J. Info. L. & T., en ligne : Journal of Information, Law & Technology <<http://elj.warwick.ac.uk/jilt/01-1/lipton.html>>.

¹⁸⁰ Dans les cas où cette option est seulement exercée à la fin du terme lorsque tous les détenteurs de titre ont été repayés, elle n'est pas une obstacle au principe de la cession pleine et entière.

feront l'objet de la transaction, mais bien tous les revenus potentiels associés à la durée de vie commerciale des actifs de propriété intellectuelle. Toutefois, les risques que ces actifs soient sous-évalués ou sur-évalués sont beaucoup plus grands car, rappelons-le, les revenus dépendent de la réalisation d'événements futurs et incertains. De plus, la cession des actifs devra rencontrer les exigences spécifiques des lois fédérales en matière de propriété intellectuelle, telles que discutées auparavant.

C. Modification du modèle de titrisation conventionnel

Ces deux scénarios démontrent qu'il est possible de titriser des actifs de propriété intellectuelle ou les flux de trésorerie qu'ils génèrent, tout en respectant le critère de la cession pleine et entière. Ces scénarios ne sont cependant pas exempts de tout obstacle. Bien que le fait d'immuniser les actifs titrisés du risque de crédit du fournisseur d'actifs contribue à donner de la valeur à la transaction, on ne peut ignorer les coûts que peut entraîner l'instabilité et l'imprévisibilité des flux de trésorerie relatifs aux actifs de propriété intellectuelle. Il est effectivement pratiquement impossible, pour la plupart de ces actifs, de se fier sur des données historiques pour évaluer la tendance des revenus qu'ils généreront¹⁸¹, notamment dans le domaine de la haute technologie, où l'avancement technologique peut raccourcir considérablement — voire même instantanément — la durée de vie commerciale d'un brevet ou d'une invention¹⁸². Enfin, nous avons vu que les flux de trésorerie reliés aux actifs de propriété intellectuelle sont extrêmement sensibles aux changements économiques, et qu'ils fluctuent conséquemment beaucoup plus que pour les créances hypothécaires ou autres créances mobilières¹⁸³. Ces considérations font donc en sorte qu'il est difficile d'effectuer des versements d'intérêts fixes et à des périodes prédéterminées. Or, on veut précisément éviter un scénario dans lequel un simple retard dans le versement des intérêts déclencherait une situation de défaut de paiement, ce qui serait fatal du point de vue de la confiance des investisseurs. Il serait toujours possible de minimiser ce problème en instaurant une structure où les intérêts seraient cumulatifs jusqu'à la fin du terme plutôt que d'être payés périodiquement, mais même si cette solution accorde une certaine flexibilité, elle n'offre aucune assurance que les paiements seront effectivement versés à la fin du terme. Par conséquent, il serait souhaitable d'élaborer des mécanismes par lesquels les investisseurs seraient compensés pour le risque additionnel qu'ils assument.

Une solution qui a été adoptée jusqu'ici pour réduire un tel risque a été d'exiger du fournisseur d'actifs de fournir des mécanismes additionnels de soutien au crédit¹⁸⁴.

¹⁸¹ C'est à ce chapitre que David Bowie, Holland-Dozier-Holland, James Brown, les Isley Brothers et Ashford & Simpson ont bénéficié d'un avantage. Leurs œuvres avaient déjà été commercialisées sur le marché et elles étaient bien connues du public depuis plusieurs années.

¹⁸² Voir la partie II.A.1.c, ci-dessus.

¹⁸³ Voir la partie II.A.1.a, ci-dessus.

¹⁸⁴ Voir la partie I.A.2, ci-dessus, pour une description des différentes formes de soutien au crédit.

Toutefois, on a déjà fait remarquer que lorsque le fournisseur d'actifs offre une trop grande protection aux investisseurs, il devient alors difficile de plaider que le risque de pertes a effectivement été transféré à la SA, et qu'il y a bel et bien eu cession pleine et entière des actifs¹⁸⁵. Il est donc préférable pour cette raison d'obtenir une forme de soutien au crédit d'une tierce partie. En ce cas, le risque de perte est transféré du fournisseur d'actifs à la SA, et une partie de ce risque se trouve à être assumé par le tiers en échange d'une contrepartie monétaire. Les exemples des franchises Arby's¹⁸⁶, du studio de cinéma Dreamworks KGB¹⁸⁷ et du producteur canadien Knightscope Entertainment Inc.¹⁸⁸ illustrent bien le rôle que les compagnies d'assurances et de réassurances peuvent jouer à cet égard au sein du processus de titrisation, en fournissant principalement des garanties ou des protections de premier niveau (à la condition que les assureurs développent une certaine expertise dans l'évaluation des actifs de propriété intellectuelle).

Une deuxième façon de protéger les détenteurs de titres est de tenir compte de l'incertitude des flux de trésorerie futurs dans la détermination du prix des titres adossés à ces flux de trésorerie¹⁸⁹. Une plus grande incertitude du taux de rendement espéré des actifs devrait ainsi être reflétée dans le prix de la transaction. Bien sûr, le risque de perte dans cette situation repose toujours sur les épaules des détenteurs de titres, mais ceux-ci auront en contrepartie la possibilité d'encaisser tous les revenus potentiels qui seront générés par les actifs, et ce à moindre coût. Le problème qui se pose ici cependant est que si le prix initial des actifs est trop réduit, le fournisseur d'actifs ne bénéficiera alors plus d'un avantage économique suffisant pour choisir cette option de financement¹⁹⁰.

La technique du regroupement d'actifs est une autre solution ayant pour effet de minimiser le risque des investisseurs. Si les titres émis sur le marché sont adossés à un portefeuille diversifié d'actifs de propriété intellectuelle provenant de différentes entreprises, le risque qu'il y ait un défaut de paiement s'en trouve ainsi réduit, et les détenteurs de titres exigeront conséquemment un taux d'intérêt moins élevé¹⁹¹. La technique du regroupement d'actifs est une bonne façon pour les entreprises qui détiennent un portefeuille limité d'actifs de propriété intellectuelle d'accéder à la titrisation comme méthode de financement¹⁹². Toutefois, cette solution nécessite la

¹⁸⁵ Voir la partie I.A.3, ci-dessus, pour une discussion de ce problème. Il est important de se rappeler de l'importance de qualifier le transfert des actifs comme une cession pleine et entière afin que les investisseurs soient pleinement protégés contre le risque de faillite du fournisseur d'actifs.

¹⁸⁶ Voir Goch, *supra* note 142.

¹⁸⁷ Voir Green, *supra* note 137.

¹⁸⁸ Voir Yaffe, *supra* note 140.

¹⁸⁹ Voir Gordon, *supra* note 35 aux pp. 1342-43.

¹⁹⁰ *Ibid.*

¹⁹¹ Voir Fairfax, *supra* note 37 à la p. 484.

¹⁹² Voir Grant, *supra* note 7 à la p. 1307.

mise en place d'une infrastructure spécialisée dans l'évaluation des actifs de propriété intellectuelle et dans la synchronisation des échéances.

Les trois options énumérées ci-dessus sont donc des moyens couramment utilisés pour minimiser le risque associé aux transactions de titrisation, et s'avèrent pour cette raison particulièrement efficaces dans le cadre de titrisations d'actifs de propriété intellectuelle. Une autre approche pourrait toutefois être envisagée : plutôt que de trouver des mécanismes permettant de réduire ce risque, on pourrait inversement tenter de compenser les détenteurs de titres adossés à des actifs de propriété intellectuelle pour le risque additionnel qu'ils encourent. Une option innovatrice serait d'offrir à de tels investisseurs un taux d'intérêt variable en fonction de la performance des actifs en termes de revenus. À titre d'exemple, des intérêts pourraient être versés aux détenteurs de titres à tous les 6 mois. Une partie de ces versements représenterait un rendement annuel fixe à faible pourcentage (l'objectif étant ici d'assurer un minimum de revenus aux détenteurs de titres), lequel serait accompagné d'une prime déterminée en fonction d'un pourcentage des revenus générés dans les faits au cours de cette même période. Ainsi, dans l'éventualité où les actifs n'auraient pas généré suffisamment de revenus durant la période en question, aucune prime ne serait remise aux détenteurs de titres, mais ceux-ci pourraient néanmoins bénéficier d'un revenu minimum. Cette technique permettrait de plus aux détenteurs de titres de bénéficier directement des gains additionnels générés par les actifs plutôt que d'accumuler ceux-ci dans une caisse de réserve et de les remettre au fournisseur d'actifs à la fin du terme. Cette structure assurerait donc un minimum de revenus aux détenteurs de titres sans pour autant imposer un plafond sur le rendement de leur investissement.

Cette technique mérite une certaine attention, puisqu'elle reflète l'approche préconisée par les groupes de financement œuvrant dans le secteur de la haute technologie pour compenser le risque qu'ils encourent. En effet, les groupes spécialisés en financement par dettes de type «mezzanine» exigent généralement le droit de participer à la croissance de l'entreprise par un transfert d'options à leur endroit, le tout afin de contrebalancer le fait qu'ils détiennent une sûreté subordonnée à d'autres créanciers¹⁹³. Quant aux entreprises de capital de risque, celles-ci compensent leur risque en exigeant la possibilité d'obtenir une part importante des actions ordinaires de l'entreprise et en négociant des clauses de protection dans la convention d'actionnaires¹⁹⁴. Ce nouveau modèle permettrait donc aux détenteurs de titres de bénéficier du potentiel de croissance des actifs de propriété intellectuelle tout en jouissant d'une garantie de revenus minimums. Cette option s'éloigne toutefois du cadre traditionnel de la titrisation et exige en ce sens que les agences de notation adaptent leurs critères d'évaluation à cette nouvelle méthode de garantir les titres émis.

¹⁹³ Voir Timmons, *supra* note 158 et le texte correspondant.

¹⁹⁴ Voir Southwick, *supra* note 159 à la p. 37.

Conclusion

Le concept de titrisation est devenu un outil de financement attrayant en raison du processus de création de valeur qu'il engendre. Cette valeur ajoutée provient d'une part de la capacité d'isoler les actifs titrisés du risque de crédit du fournisseur d'actifs et, d'autre part, de la possibilité d'obtenir du financement sans incidence négative sur le ratio passif/fonds propres de l'entreprise. On ne peut cependant ignorer les coûts reliés à une telle opération. Les conséquences fiscales et les coûts de transaction, y compris les frais juridiques, peuvent être considérables. De plus, le succès de cette opération dépend largement de la possibilité d'obtenir une note de crédit élevée d'une agence de notation. Ce sont en quelque sorte ces agences qui déterminent les règles du jeu en énonçant les critères à rencontrer pour obtenir une note de crédit favorable ; plus il est nécessaire de recourir à une part importante de soutien au crédit pour obtenir une note élevée, plus il en deviendra coûteux de recourir à cette méthode de financement. Néanmoins, pour les entreprises détenant un portefeuille d'actifs conventionnels, la valeur ajoutée de ce processus dépasse généralement les coûts engendrés. Cela explique d'ailleurs pourquoi cette technique a pris autant d'ampleur dans ces secteurs d'activités au cours des dernières années.

Dans le cas des actifs de propriété intellectuelle, toutefois, des considérations additionnelles doivent être prises en compte. En plus des coûts propres à toute transaction de titrisation, il existe des coûts additionnels engendrés par l'instabilité et l'incertitude des flux de trésorerie, augmentant ainsi le risque que les détenteurs de titres doivent assumer en achetant les titres adossés aux droits de propriété intellectuelle. Il est possible de minimiser ce risque en fournissant davantage de mécanismes de soutien au crédit, en réduisant le prix des actifs titrisés, ou en adoptant la technique du regroupement d'actifs. Il est cependant essentiel que les agences de notation reconnaissent que ces solutions réduisent effectivement le risque supporté par les investisseurs. Les exemples de David Bowie, Arby's et Dreamworks SKG présentés dans cet article reflètent à cet égard une volonté d'accorder des notes de crédit élevées lorsque des mécanismes sont mis en place pour assurer la stabilité des flux de trésorerie.

En somme, la titrisation de la propriété intellectuelle au Canada semble possible autant sur le plan juridique que théorique. Néanmoins, en pratique, la décision d'utiliser cette méthode de financement dépendra grandement du calcul des coûts impliqués et des avantages générés comparativement aux autres méthodes de financement disponibles. Pour les entreprises œuvrant dans le secteur de la haute technologie, ce sont seulement celles qui auront atteint un niveau de croissance stable et qui auront développé un portefeuille important d'actifs en propriété intellectuelle qui pourront considérer cette option. Pour ces entreprises, parmi toutes les sources de financement disponibles à moyen et long terme (émission d'actions, prêts bancaires et prêts subordonnés offerts par les groupes de financement spécialisés), une analyse d'un ensemble de facteurs nous permet de conclure que la titrisation représente l'option la moins coûteuse. On retrouve parmi ces facteurs les pressions des actionnaires actuels pour ne pas effectuer de nouvelles émissions d'actions (en raison

de leur effet de dilution), le refus des institutions financières d'accorder un nouveau prêt et les clauses restrictives onéreuses qu'elles imposent lorsqu'elles acceptent une priorité subordonnée, la nécessité de maintenir la proportion du passif aux fonds propres afin de rehausser la confiance des investisseurs, ainsi que les taux d'intérêts élevés qu'imposent les groupes spécialisés de financement par dettes pour compenser le risque de faillite de l'entreprise.

Malheureusement, peu de gens parmi les acteurs concernés sont au courant de la possibilité de titriser des actifs de propriété intellectuelle. Jusqu'à la fin de l'année 2000, il n'y avait à notre connaissance aucun incitatif pour les entreprises de haute technologie à se tourner vers cette méthode de financement, étant donné les conditions extrêmement favorables du marché boursier. Maintenant que les choses ont changé, le moment est venu de sensibiliser la communauté financière canadienne aux besoins de raffiner cette méthode de financement. Une façon innovatrice d'adapter le modèle de titrisation aux actifs de propriété intellectuelle serait d'offrir aux investisseurs potentiels la possibilité d'obtenir un taux d'intérêt variable en fonction de la performance des actifs. Cette solution rendrait très certainement la titrisation de la propriété intellectuelle plus attrayante aux yeux des investisseurs, en leur offrant un paiement fixe minimal tout en leur donnant la possibilité de participer aux gains additionnels générés par les actifs, ainsi qu'une immunité contre le risque de faillite de l'entreprise. Cette modification du concept de titrisation représenterait donc une nouvelle forme de financement pour une industrie qui, plus que jamais, est à la recherche de nouveaux moyens pour alimenter et stimuler ses activités.
