

Avis de consultation

Projets de *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées*, d'instructions générales connexes et de modifications corrélatives

1. Objet

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation une version révisée des projets de *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le « projet de règlement »), d'instruction générales et de modifications corrélatives. Le projet de règlement imposerait des obligations aux agences de notation qui souhaitent que leurs notations puissent être utilisées dans la législation en valeurs mobilières.

Nous publions les textes suivants :

- le projet de règlement;
- le *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*;
- le *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*;
- le *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*;
- l'*Instruction générale 11-205 relative au traitement des demandes de désignation des agences de notation dans plusieurs territoires* (le « projet d'instruction 11-205 »).

Le projet de règlement, les projets de modifications corrélatives et le projet d'instruction 11-205 sont appelés collectivement ci-après les « projets de textes »¹.

Nous avons publié pour consultation le 16 juillet 2010 le projet de règlement, les instructions générales connexes et les modifications corrélatives (le « projet de 2010 »). Nous avons reçu neuf mémoires. Le résumé des commentaires reçus, accompagné de nos réponses, figure à l'Annexe A.

Nous publions les projets de textes avec le présent avis. Dans certains territoires, des renseignements supplémentaires peuvent également être joints au présent avis. Les territoires sous le régime instauré par le *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* (actuellement, tous les territoires à l'exception de l'Ontario) publient pour consultation des modifications à ce règlement et à son instruction générale qui permettent d'utiliser le régime de passeport dans le cadre des demandes de désignation des agences de notation et des demandes de dispense des agences de notation désignées. Comme l'Ontario n'a pas pris ce règlement, ces modifications n'y seront pas publiées.

2. Objet du projet de règlement

Au Canada, les agences de notation ne sont pas assujetties à la surveillance des autorités en valeurs mobilières à l'heure actuelle. Toutefois, leurs activités peuvent avoir une grande influence sur les marchés du crédit. De plus, leurs notations et notes sont mentionnées dans la législation en valeurs mobilières. Nous jugeons donc approprié

¹ Dans les territoires autres que l'Ontario, les projets de textes contiennent aussi des projets de modification du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* et de son instruction générale, soulignée pour montrer les changements par rapport au texte en vigueur.

d'élaborer pour ces agences un régime de réglementation des valeurs mobilières qui soit au même niveau que les normes internationales et les travaux menés dans d'autres pays.

Les projets de textes et les modifications législatives proposées (voir ci-dessous) visent à instituer un régime réglementaire approprié pour les agences de notation au Canada.

3. Résumé des principales modifications apportées au projet de règlement

Observation obligatoire du code de l'OICV

Le projet de 2010 aurait obligé l'agence de notation désignée à établir, maintenir et faire respecter un code de conduite dont les dispositions sont conformes à chacune de celles du *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* de l'OICV (le « code de l'OICV »). Il lui aurait néanmoins permis de s'écarter des dispositions du code de l'OICV dans certaines circonstances. C'est ce que l'on appelle généralement le principe « se conformer ou expliquer » du code de l'OICV. Ce principe est en fait la caractéristique principale de ce code.

L'Union européenne a instauré un cadre réglementaire des agences de notation en adoptant le *Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit* (le « règlement de l'UE »). À la lumière des dispositions sur l'aval et la certification prévues aux articles 4 et 5 du règlement de l'UE, le personnel du comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)² a évalué si le projet de cadre réglementaire canadien applicable aux agences de notation est l'équivalent de ce règlement.

L'impossibilité d'obtenir de la Commission européenne une décision en matière d'équivalence empêcherait les agences de notation qui publient des notations hors du Canada de se prévaloir des modèles d'aval ou de certification prévus par le règlement de l'UE, ce qui leur serait préjudiciable. Les émetteurs que ces agences notent pourraient aussi subir des préjudices si ces notations sont utilisées à des fins réglementaires dans l'Union européenne.

Il ressort de nos discussions que le personnel du CERVM ne fera pas de recommandations concernant l'équivalence à la Commission européenne si le cadre réglementaire d'un pays repose sur le principe « se conformer ou expliquer » du code de l'OICV.

Dans un souci de cohérence avec les normes internationales en développement, et suite aux discussions avec le personnel du CERVM, nous proposons d'obliger les agences de notation désignées à établir, maintenir et respecter un code de conduite comprenant une liste de dispositions énoncées à l'Annexe A du projet de règlement, qui est publié avec le présent avis de consultation. Ces dispositions reposent en grande partie sur le code de l'OICV, avec les ajouts et les modifications décrites ci-dessous pour tenir compte des normes internationales en développement et préciser la conduite que nous attendons des agences de notation désignées.

En conséquence, nous proposons que le code de conduite des agences de notation désignées ne puisse plus s'écarter des dispositions prévues à l'Annexe A du projet de règlement, à moins qu'elles ne bénéficient d'une dispense.

² La fonction d'évaluation de l'équivalence de la réglementation des autres territoires a depuis lors été confiée à l'Autorité européenne des marchés financiers.

Dispositions supplémentaires devant figurer dans le code de conduite

Non seulement existe-t-il une tendance internationale à exiger la conformité avec le code de l'OICV, mais de nombreuses autorités de réglementation imposent des obligations supplémentaires aux agences de notation. Afin de respecter les normes internationales, nous proposons que les agences de notation désignées soient obligées d'inclure dans leur code de conduite des dispositions supplémentaires sur les points suivants :

- **Gouvernance.** L'agence de notation désignée serait tenue d'inclure dans son code de conduite les dispositions suivantes :

- l'agence de notation désignée a un conseil d'administration dont au moins la moitié des membres, et au minimum deux, sont indépendants;

- la rémunération des membres indépendants du conseil d'administration n'est pas liée à la performance financière de l'agence et est établie de façon à préserver leur indépendance de jugement;

- l'agence de notation désignée élabore de saines procédures administratives et comptables, de bons mécanismes de contrôle interne, de solides procédures d'évaluation du risque ainsi que de bons dispositifs de contrôle et de sauvegarde pour ses systèmes de traitement de l'information. Elle surveille et évalue ces procédures, mécanismes et systèmes;

- l'agence de notation désignée n'impartit pas ses fonctions si cela compromet de façon importante la qualité de ses contrôles internes ou la capacité de l'autorité en valeurs mobilières d'effectuer des examens de conformité.

- **Rapports de notation.** Outre l'information à fournir dans les rapports de notation conformément au code de l'OICV, le code de conduite de l'agence de notation désignée devrait contenir des dispositions exigeant la présentation de l'information suivante dans chaque rapport de notation :

- la signification de chaque catégorie de notation et la définition du défaut ou du recouvrement, ainsi que l'horizon temporel utilisé par l'agence pour prendre une décision de notation;

- les caractéristiques et limitations des notations;

- toutes les sources significatives qui ont été utilisées pour établir la notation, en indiquant si la notation a été modifiée avant sa publication, le cas échéant, après avoir été communiquée à l'entité notée.

Dans chaque rapport de notation sur un produit titrisé, l'agence de notation désignée devrait, selon son code de conduite, fournir l'information supplémentaire suivante :

- l'ensemble de l'information sur l'analyse des pertes et des flux de trésorerie qu'elle a effectuée ou sur laquelle elle se fonde et une indication de tout changement attendu de la notation;

- le degré d'analyse de la sensibilité de la notation d'un produit titrisé aux changements dans ses hypothèses sous-jacentes;

- le niveau d'évaluation assuré par l'agence en ce qui concerne les procédures de contrôle diligent sur les instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux produits titrisés, et si l'agence a entrepris une évaluation de ces procédures de contrôle diligent ou si elle s'est fondée sur l'évaluation d'un tiers ainsi que l'incidence de l'évaluation sur la notation.

Responsable de la conformité

Nous avons aussi révisé les obligations proposées du responsable de la conformité. Il lui serait notamment interdit de participer à l'établissement des notations, des méthodes ou des modèles utilisés pour établir les notations. Il lui serait également interdit de participer à l'établissement de la rémunération de la plupart des salariés de l'agence de notation désignée. Enfin, sa rémunération devrait être indépendante de la performance financière de l'agence et structurée de façon à préserver son indépendance de jugement.

Formulaire de renseignements personnels

Nous avons supprimé l'obligation proposée à l'origine de fournir un formulaire de renseignements personnels pour les administrateurs et les dirigeants des agences de notation désignées ou des agences de notation qui demandent à être désignées.

4. Modifications législatives proposées

La prise du projet de règlement et l'institution du régime qu'il prévoit nécessitent certaines modifications de la législation en valeurs mobilières. Ces modifications visent le pouvoir réglementaire et peuvent aussi comprendre ce qui suit :

- le pouvoir de désigner une agence de notation en vertu de la législation;
- le pouvoir de mener des inspections de conformité³ des agences de notation et de les contraindre à donner aux autorités en valeurs mobilières accès aux dossiers, documents et renseignements pertinents;
- le pouvoir d'ordonner à une agence de notation de se soumettre à un examen de ses pratiques et procédures lorsque l'intérêt public le justifie;
- la confirmation que les autorités en valeurs mobilières ne peuvent prescrire ni réglementer le contenu des notations ni les méthodes utilisées pour les établir.

Au Québec, en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique, la législation habilitante est déjà en vigueur ou sur le point d'entrer en vigueur.

5. Projets d'instruction générale et de modifications corrélatives

Nous ne proposons plus d'établir une instruction générale. En raison des modifications apportées aux textes de 2010, la majeure partie des indications contenues dans le projet d'instruction générale ne seraient plus pertinentes. Il est donc inutile d'accompagner le projet de règlement d'une instruction générale.

La mise en œuvre d'un régime canadien d'encadrement réglementaire des agences de notation nécessite en outre de modifier le *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*, le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* et le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*. Le projet de règlement obligera les agences de notation désignées à fournir certains renseignements sur leurs activités de notation. L'objet des modifications corrélatives consiste principalement à exiger des émetteurs de l'information complémentaire sur leurs relations avec les agences de notation.

Au lieu d'exiger des émetteurs qu'ils indiquent les montants versés à une agence de notation pour obtenir une notation, nous proposons désormais qu'ils indiquent seulement s'ils ont payé des montants à cette fin.

³ Un programme de conformité sera élaboré après la mise en œuvre du projet de règlement et la demande de désignation du premier groupe d'agence de notation.

Les modifications corrélatives sont publiées avec le présent avis.

6. Régime de passeport et coordination des examens

Les territoires sous le régime du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* (tous les territoires à l'exception de l'Ontario, appelés collectivement les « territoires sous le régime de passeport ») publient pour consultation un projet de modification de ce règlement et de son instruction générale pour que ce régime puisse être utilisé relativement aux demandes de désignation faites par les agences de notation et aux demandes de dispense déposées par les agences de notation désignées. De plus, tous les territoires publient pour consultation le projet d'instruction 11-205, qui indique la procédure à suivre pour déposer une demande afin de devenir agence de notation désignée dans plusieurs territoires du Canada.

Nous proposons d'ajouter le projet de règlement à l'Annexe D du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* pour permettre l'utilisation de ce régime aux fins des demandes de dispense des dispositions du projet de règlement. Nous avons aussi proposé des modifications de l'instruction générale relative à ce règlement pour y ajouter des indications sur la procédure de demande de désignation.

Le projet d'instruction 11-205 est publié avec le présent avis. Dans les territoires sous le régime de passeport, le texte du projet de modification du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* et de son instruction générale est publié avec le présent avis.

Nous ne proposons pas d'autres modifications importantes aux versions du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* ou du projet d'Instruction 11-205 publiées avec le projet de 2010.

7. Modifications corrélatives ultérieures

Une fois que nous aurons mis en œuvre le projet de règlement et que les agences de notation concernées auront demandé la désignation, nous proposons d'apporter à la réglementation d'autres modifications découlant du nouveau régime. Ces modifications remplaceront notamment l'expression actuelle « agence de notation agréée » par l'expression « agence de notation désignée ». Des modifications de même nature seront apportées à l'expression « notation approuvée ».

Ces modifications feront l'objet d'une consultation distincte.

8. Sanctions civiles et autres faits nouveaux à l'échelle internationale

Certains pays ont apporté ou envisagent d'apporter des modifications à leur législation en valeurs mobilières pour renforcer les sanctions civiles applicables aux agences de notation

Aux États-Unis, la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* a supprimé les dispositions qui dispensaient la « Nationally Recognized Statistical Rating Organization » (NRSRO) d'avoir à fournir son consentement si ses notations figuraient dans une déclaration d'inscription.

Nous comprenons que, depuis l'abrogation de la dispense américaine, les NRSRO refusent de consentir à ce que leurs notations figurent dans les déclarations d'inscription. Dans le cas de la Regulation AB, qui exige la présentation des notations dans la déclaration d'inscription relative à une offre de titres adossés à des actifs, la SEC a publié une lettre de non-intervention dispensant les émetteurs de ces titres de cette obligation. Par conséquent, l'abrogation de cette dispense aux États-Unis n'a pas imposé aux agences de notation de responsabilité supplémentaire.

De même, l'Australian Securities and Investments commission (ASIC) a retiré une dispense qui permet aux émetteurs de produits d'investissement de citer les notations sans le consentement des agences de notation. Les agences de notation ont réagi à la décision de l'ASIC en refusant de donner leur consentement, de sorte que les petits investisseurs n'ont pas accès aux notations en Australie.

Au Canada, de telles modifications nécessiteraient d'abroger les dispositions de la législation en valeurs mobilières qui prévoient des exceptions à l'obligation d'obtenir le consentement pour les déclarations d'experts figurant dans un prospectus ou un document d'information destiné au marché secondaire. Nous ne proposons pas de modifications de cet ordre pour le moment parce que nous ne pensons pas que les avantages d'assujettir les agences de notation désignées à la responsabilité des « experts » au Canada l'emporteraient sur les coûts potentiels. Contrairement aux États-Unis et à l'Australie, nous demandons de l'information prescrite dans les prospectus et les notices annuelles si une notation a été demandée ou si l'émetteur sait qu'une notation a été ou sera publiée. Par conséquent, si la législation en valeurs mobilières exigeait que les agences de notation désignées consentent à la communication de leurs notations mais qu'elles refusent, les placements de titres notés au Canada pourraient se heurter à l'incertitude.

Nous sommes favorables à toute mesure susceptible de resserrer la responsabilité des agences de notation pour leurs décisions de notation. Nous suivrons de près l'évolution de la situation aux États-Unis et dans les autres pays et évaluerons les possibilités d'arriver à cette fin.

9. Utilisation de notations dans l'Union européenne

Comme nous l'avons vu, l'équivalence du projet de régime canadien applicable aux agences de notation avec le règlement de l'UE est en cours d'évaluation. Le règlement de l'UE doit entrer en vigueur le 7 juin 2011. En l'absence de décision ou d'autre recommandation de la Commission européenne en ce qui concerne l'équivalence à cette date, les agences de notation qui publient des notations hors du Canada ne pourront pas se prévaloir des modèles d'aval ou de certification prévus par le règlement de l'UE tant que l'équivalence n'aura pas été déterminée. Nous prévoyons actuellement que notre projet de régime entrera en vigueur au plus tôt à l'automne 2011. Les agences de notation qui publient des notations hors du Canada pourraient par conséquent se trouver dans l'impossibilité de se prévaloir des modèles d'aval ou de certification pendant un certain temps.

10. Consultation

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires sur les projets de textes.

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 17 mai 2011. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir sur CD ROM.

Prière d'adresser vos commentaires aux membres suivants des ACVM :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Nova Scotia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Office of the Attorney General, Île-du-Prince-Édouard
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement du Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement du Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : 514-864-6381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson
 Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Les commentaires seront affichés sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (osc.gov.on.ca).

11. Questions

Pour toute question, prière de vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Lucie J. Roy
 Conseillère en réglementation
 Service de la réglementation
 Surintendance aux marchés des valeurs
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4464
 lucie.roy@lautorite.qc.ca

Michael Brown
 Assistant Manager, Corporate Finance
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8266
 mbrown@osc.gov.on.ca

Jeffrey Klam
 Legal Counsel, Corporate Finance
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-595-8932
 jklam@osc.gov.on.ca

Maye Mouftah
 Legal Counsel, Compliance & Registrant Regulation
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-2358
 mmouftah@osc.gov.on.ca

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4347
ashlyn.daoust@asc.ca

Denise Weeres
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-297-2930
denise.weeres@asc.ca

Christina Wolf
Chief Economist
British Columbia Securities Commission
604-899-6860
cwolf@bcsbc.ca

Nazma Lee
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6867
nlee@bcsbc.ca

Le 18 mars 2011

Annexe A

Résumé des commentaires et réponses

Avis de consultation

Projets de Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées, d'instructions générales connexes et de modifications corrélatives Publiés le 16 juillet 2010

La présente annexe résume les commentaires écrits pertinents reçus à propos du projet de 2010. Elle contient également nos réponses aux commentaires.

Liste des intervenants ayant commenté le projet de 2010

Banque de développement du Canada (Paula L. Cruickshank)
 Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies (Ada Litvinov et Claude Reny)
 Association des banquiers canadiens (Nathalie Clark)
 Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (David F. Denison)
 Dominion Bond Rating Service (Mary Keogh et Huston Loke)
 Fitch Ratings (Francis Phillip)
 Moody's Investors Service (Donald S. Carter et Janet Holmes)
 OSC Investor Advisory Panel (Anita Anand)
 Standard & Poor's (Tom Connell)

Commentaires généraux

Six intervenants approuvent de façon générale la proposition initiale d'utiliser le code de l'OICV comme fondement du projet de réglementation des agences de notation. Les intervenants approuvent généralement la souplesse offerte par le principe « se conformer ou expliquer ». Un intervenant note que ce principe faciliterait la tâche aux agences de notation présentes dans plusieurs pays pour mettre en place des structures cohérentes à l'échelle internationale, ce qui les aiderait aussi à produire des notations plus comparables d'un pays à l'autre. Selon un intervenant, une réglementation qui exige une démarche « se conformer ou expliquer » relativement au code de l'OICV est un pas dans la bonne direction, mais elle ne va pas assez loin pour protéger les investisseurs.

Réponse : *Nous remercions les intervenants de leur appui. Les projets de textes conservent le code de l'OICV comme composante principale du code de conduite exigé par le régime proposé. Toutefois, dans un souci de cohérence avec les normes internationales, nous avons remplacé le principe « se conformer ou expliquer » du code de l'OICV par une démarche plus normative.*

Un intervenant indique qu'il ne convient pas d'expliquer un écart du code de conduite par rapport au code de l'OICV dans le code de conduite en tant que tel.

Réponse : *Étant donné que nous proposons désormais d'interdire aux agences de notation désignées de s'écarter des dispositions à inclure dans leur code de conduite, ce commentaire n'est plus pertinent.*

Un intervenant note que le projet de règlement n'est pas clair au sujet de son champ d'application. Il note en particulier qu'on ne sait pas i) quelle entité ou quelles entités au sein des agences de notation y seraient assujetties et ii) quelles notations publiées par les agences de notation devraient être traitées comme des « notations désignées » en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières.

Réponse : *Les seules entités qui seront assujetties à la réglementation seront celles qui demandent à être désignées comme agences de notation désignées et qui le sont. Seules les notations publiées par ces agences seront des notations désignées en vertu de la législation en valeurs mobilières. Les agences de*

notations qui demandent à être désignées devront tenir compte de leur structure et de leurs relations avec d'autres sociétés et s'assurer que la demande est présentée par l'entité ou les entités qui veulent que leurs notations soient désignées en vertu du projet de règlement.

Un des intervenants en faveur du principe de l'IOSCO souhaite néanmoins qu'il s'accompagne de pouvoirs d'application de la loi.

Réponse : Bien que nous ne proposons plus d'inclure le principe « se conformer ou expliquer » du code de l'OICV, nous convenons que les pouvoirs d'application de la loi sont une composante importante du régime applicable aux agences de notation désignées. Nous estimons que les modifications législatives abordées dans l'avis offriront suffisamment de pouvoirs d'application de la loi si elles sont adoptées comme prévu.

Un intervenant fait remarquer que le projet de 2010 n'exige pas d'information complète sur la personne qui paie pour obtenir une notation et qu'il ne prévoit pas de sanctions pour manquement à ses dispositions. Selon lui, même si un responsable de la conformité est en poste et qu'un rapport annuel est déposé auprès des autorités en valeurs mobilières, les investisseurs pourraient toujours manquer d'information complète et précise sur les titres qu'ils achètent ou souscrivent. Il constate que, si le code de l'OICV offre un cadre objectif d'analyse des notations, il n'encourage pas la publication de la méthode utilisée.

Réponse : Nous estimons que les utilisateurs de notations s'attendent généralement à ce que l'entité notée ou les entités reliées aient payé pour obtenir les notations diffusées dans le public. Cependant, dans les modifications corrélatives, nous proposons que les émetteurs indiquent s'ils ont payé pour obtenir les notations publiées à l'égard de l'entité notée ou de ses titres.

Le projet de 2010 ne prévoyait pas de conséquences particulières, mais lorsque le projet de règlement sera en vigueur, tout manquement constituera une infraction à la législation en valeurs mobilières, qui donnerait lieu aux sanctions et recours prévus par celle-ci.

Nous croyons que l'obligation de garantir que les investisseurs disposent d'information complète sur les titres qu'ils achètent ou souscrivent devrait incomber en premier lieu à l'émetteur des titres. D'autres projets des ACVM traitent de l'information qu'ils doivent fournir. Par exemple, des projets sur l'information exigée sur les produits titrisés devraient être publiés prochainement.

Nous proposons désormais que le code de conduite de l'agence de notation désignée comporte des dispositions exigeant la publication de la méthode utilisée dans chaque rapport de notation. Se reporter au paragraphe b de la rubrique 3.4 de l'Annexe A du projet de règlement. Par ailleurs, la rubrique 3.7 de cette annexe, incluse dans le code de conduite, obligerait l'agence de notation désignée à fournir de l'information complète sur ses méthodes, modèles et principales hypothèses de notation.

Réglementation des notations et des méthodes

Deux intervenants craignent que la législation habilitante n'empêche pas les autorités en valeurs mobilières de toucher au contenu des notations et à la méthode de notation. Un intervenant propose au contraire que les autorités en valeurs mobilières supervisent le contenu des notations et la méthode de notation puisque, selon lui, ce sont les notations excessivement élevées qui ont provoqué la crise du papier commercial adossé à des actifs. Il soumet que les notations doivent être objectives et que les agences de notation doivent comprendre que leurs notations peuvent faire l'objet d'un examen réglementaire et non seulement d'une simple supervision avec examen de conformité.

Réponse : *Nous ne proposons pas de réglementer le contenu des notations ni des méthodes utilisées pour les établir.*

L'article 2 du projet de règlement prévoit que celui-ci ne saurait être interprété de façon à autoriser l'autorité en valeurs mobilières à régir le contenu des notations ou la méthode utilisée pour les établir. Certaines assemblées législatives provinciales ont inclus des dispositions analogues dans les modifications de la législation en valeurs mobilières mettant en œuvre le cadre réglementaire applicable aux agences de notation, et d'autres pourraient le faire.

Nous faisons remarquer que les autorités de réglementation d'autres pays n'ont pas proposé d'étendre le champ de leur réglementation des agences de notation à ce domaine et que si nous le faisons, il se pourrait que notre régime ne soit pas considéré comme « équivalent » au règlement de l'UE.

Code de conduite et modifications

Un intervenant note que les paragraphes 1 et 2 de l'article 6 du projet de règlement peuvent obliger l'agence de notation désignée à indiquer ou souligner séparément les modifications de son code au fur et à mesure. Il estime que cela pose problème et demande aux ACVM de permettre aux NRSRO d'afficher sur leur site Web le code de conduite déposé auprès de la SEC en pièce jointe au formulaire intitulé « Form NRSRO ». Il demande également si la présentation d'une nouvelle version d'un code de conduite n'indiquant pas les modifications remplirait ces obligations.

Réponse : *Selon nous, l'article 8 du projet de règlement (correspondant à l'article 6 du projet de 2010) n'oblige pas l'agence de notation désignée à souligner séparément chaque modification à son code de conduite. Nous avons révisé l'article 8 pour clarifier ce point.*

Deux intervenants estiment que le délai de trois jours pour mettre à jour un code de conduite modifié est trop court. L'un d'eux indique que cinq jours ouvrables seraient un délai plus raisonnable. L'autre pense qu'il faudrait le porter à 10 jours ouvrables dans un souci de cohérence avec l'obligation, imposée par la SEC, de publier les changements importants au Form NRSRO et aux pièces jointes qui comprennent le code de conduite des NRSRO.

Réponse : *Nous estimons que cinq jours ouvrables constituent un délai adéquat et avons révisé notre projet en conséquence.*

Un intervenant indique que les agences de notation ne peuvent « garantir » la conformité à leur code, car elles ne peuvent en garantir le respect à 100 %.

Réponse : *Nous avons révisé cette obligation. Comme nous l'indiquons au paragraphe 1 de l'article 7 du projet de règlement, l'agence de notation désignée doit désormais établir, maintenir et respecter un code de conduite. Nous sommes toujours d'avis que la responsabilité de la conformité de l'agence de notation désignée à la législation en valeurs mobilières incombe, en dernière analyse, à l'agence.*

Dérogations aux dispositions du code de conduite

Trois intervenants estiment que l'interdiction d'accorder des dérogations au code de conduite des agences de notation désignées est trop lourde ou qu'elle est inadéquate.

Un intervenant avance que l'interdiction des dérogations pose problème parce qu'elle limite la souplesse nécessaire pour faire face aux circonstances inhabituelles et pourrait l'empêcher de publier une notation. Il propose de permettre les dérogations si l'agence de notation désignée explique où et pourquoi la dérogation a été accordée et comment elles permettent d'atteindre néanmoins les objectifs du code de l'OICV.

Un autre intervenant note que la restriction en matière de dérogations ne tient pas compte de la réalité suivante : une agence de notation pourrait conclure qu'il est raisonnable de déroger à une disposition de son code de conduite pour atteindre l'objectif d'une autre disposition du code de l'OICV, car certaines dispositions de ce code ont des objectifs contradictoires. Il propose de permettre les dérogations raisonnables.

Le troisième intervenant croit qu'il serait plus prudent d'obliger les agences de notation à documenter les éventuelles dérogations à leur code de conduite que d'interdire complètement les dérogations.

Trois intervenants, dont une agence de notation, conviennent que le code de conduite publié d'une agence de notation désignée devrait rendre compte de ses pratiques. Par conséquent, ils ne trouvent pas déraisonnable d'interdire les dérogations au code. Un intervenant note que les agences de notation ont déjà la possibilité de s'écarter du code en appliquant le principe « se conformer ou expliquer » et que, par conséquent, toute autre dérogation est inutile.

Réponse : *Nous estimons que les activités de l'agence de notation désignée devraient être conformes à son code de conduite. Par conséquent, nous ne jugeons pas que les dérogations soient appropriées. Cependant, le projet de règlement permet aux autorités en valeurs mobilières d'accorder, au besoin, une dispense de ses dispositions. Le personnel des autorités en valeurs mobilières pourrait être disposé à recommander une dispense de l'obligation d'inclure une disposition donnée dans le code de conduite d'une agence de notation désignée si le critère prévu par la loi est respecté. Les demandes de dispenses peuvent être présentées selon le régime de passeport.*

Deux intervenants recommandent de ne pas obliger les agences de notation désignées à inclure de déclaration sur les dérogations dans leur code de conduite car cela pourrait donner lieu à l'adoption de codes valables au Canada seulement, ce qui pourrait empêcher les agences de notation internationales de publier des notations de calibre mondial.

Réponse : *Nous nous attendons à ce que le code de conduite de l'agence de notation désignée rende précisément compte de ses pratiques et procédures. Par conséquent, nous avons conservé l'obligation d'y inclure une déclaration sur les dérogations.*

Conformité et responsable de la conformité

Un intervenant craint que les dispositions du projet de règlement relatives au responsable de la conformité ne nécessitent la présentation de rapports au conseil d'administration en cas de manquement technique, mineur ou commis par inadvertance. Selon lui, il pourrait en résulter une utilisation indue des ressources du conseil pour traiter de problèmes de gestion quotidienne qui ne regardent pas normalement les administrateurs, ce qui pourrait détourner leur attention ainsi que celle des hauts dirigeants de l'agence de notation désignée des questions plus stratégiques de politique et de gestion des affaires. Il propose de s'appuyer plutôt sur les dispositions en matière de gouvernance prises au sein de l'agence, notamment l'obligation du responsable de la conformité de contrôler et d'évaluer la conformité au code et à la législation en valeurs mobilières.

Réponse : *Le responsable de la conformité joue un rôle primordial en ce qui concerne la conformité de l'agence de notation désignée à ses obligations en vertu du projet de règlement et de la législation en valeurs mobilières. Nous estimons cependant qu'il faut porter les cas de non-conformité significatifs à l'attention du conseil d'administration. Nous ne nous attendons pas à ce que les manquements techniques ou mineurs occupent le conseil outre mesure puisque l'obligation de faire rapport en cas de manquement ne s'applique que si une des conditions énoncées aux sous-paragraphes a à c du paragraphe 2 de l'article 10 du projet de*

règlement (soit les dispositions correspondantes du paragraphe 2 de l'article 11 du projet de 2010) est remplie. Qui plus est, nous avons ajouté un seuil de significativité aux sous-paragraphes a et b du paragraphe 2 de l'article 10.

Un intervenant ne s'oppose pas en principe à l'obligation d'avoir un responsable de la conformité. Il estime néanmoins que les responsabilités proposées du responsable de la conformité sont excessives. Il fait notamment remarquer que, dans son libellé actuel, l'article 11 du projet de règlement obligerait le responsable de la conformité de l'agence de notation désignée à contrôler et évaluer la conformité à certains aspects de la législation canadienne en valeurs mobilières qui ne visent pas précisément les activités des agences de notation désignées.

Réponse : Nous nous attendons à ce que l'agence de notation désignée se conforme à la législation en valeurs mobilières applicable et ne pensons pas qu'il soit déraisonnable de s'attendre à ce que le responsable de la conformité soit la principale personne chargée de la conformité.

Un intervenant propose que la fonction de contrôle, d'évaluation et de rapport du responsable de la conformité soit limitée à l'agence de notation désignée et à ses salariés, et qu'elle ne vise pas les personnes qui ne sont pas des salariés ni des membres du même groupe que l'agence mais qui agissent néanmoins pour son compte à certains égards, notamment les avocats, les comptables, les consultants, les fournisseurs de services technologiques, les courtiers immobiliers et les conseillers financiers.

Réponse : Nous avons révisé notre proposition de sorte que la fonction de contrôle, d'évaluation et de rapport du responsable de la conformité vise l'agence de notation désignée, ses salariés et fournisseurs de services qui participent à l'établissement, à l'approbation et à la surveillance des notations, ce qui exclurait notamment les avocats, comptables, consultants, fournisseurs de services technologiques, courtiers immobiliers et conseillers financiers (du moment que ces fournisseurs ne participent pas aux activités susmentionnées). Nous sommes cependant d'avis que si un fournisseur de services participe à la notation, il devrait être supervisé par le responsable de la conformité.

Un intervenant souligne qu'il faudrait clarifier l'obligation du responsable de la conformité de signaler les possibles cas de non-conformité parce qu'il pourrait être contre-productif de le faire « dès que possible » et que les administrateurs pourraient éprouver des difficultés à assister au conseil en raison de leur emploi du temps chargé. L'intervenant propose que le responsable de la conformité soit tenu de faire rapport au conseil en temps opportun après avoir eu la possibilité raisonnable d'évaluer l'information et de parvenir à une conclusion sur l'importance du manquement.

Réponse : Nous estimons qu'assortir d'un seuil de significativité l'obligation de signalement du responsable de la conformité devrait réduire le fardeau du conseil d'administration de l'agence de notation désignée. Nous avons aussi révisé cet article en indiquant que l'obligation doit être remplie « dès que cela est raisonnablement possible ». Nous nous attendons à ce que ces deux modifications limitent les questions soumises au conseil aux questions significatives. Nous nous attendons cependant à ce que ces questions soient portées à la connaissance du conseil en temps opportun.

Un intervenant note que les agences de notation n'ont pas de « clients », que le critère prévu au sous-paragraphe b du paragraphe 2 de l'article 11 du projet de règlement est trop vague pour être appliqué et qu'il faut modifier la notion de risque de « préjudice aux marchés financiers » en précisant qu'il s'agit d'un risque « important ». Un autre intervenant estime que l'obligation de faire rapport en cas de manquement devrait être supprimée puisque une disposition du code de l'OICV impose la même obligation. Sinon, selon cet intervenant, il faudrait modifier le critère en y ajoutant un seuil d'importance.

Réponse : Nous avons remplacé les mots « un client » par les mots « une entité notée ». À noter que la disposition du code de l'OICV prévoyant l'obligation de faire rapport (qui a été adoptée avec des modifications mineures à la rubrique 1.20 de l'Annexe A du projet de règlement) exige que les salariés portent les cas de non-conformité indiqués à la connaissance du responsable de la conformité, qui est chargé de prendre les mesures appropriées. Toutefois, comme la disposition n'exige pas nommément de faire rapport au conseil d'administration de l'agence de notation désignée, nous proposons de conserver le paragraphe 2 de l'article 10 (correspondant au paragraphe 2 de l'article 11 du projet de 2010). Nous proposons un seuil de significativité à ce paragraphe.

Un intervenant est d'avis qu'il est convenable d'imposer au responsable de la conformité l'obligation de porter les manquements à la connaissance du conseil d'administration en cas de risque de préjudice pour les investisseurs ou de manquement récurrent. Il estime cependant que l'obligation de tenir compte du risque de préjudice aux marchés financiers est de trop grande portée et déborde les fonctions habituelles du responsable de la conformité.

Réponse : Nous proposons de maintenir l'obligation mais avons ajouté un seuil de significativité (voir ci-dessus). Selon nous, il est important que les responsables de la conformité aient conscience des risques découlant des activités des agences de notation désignées.

Interdiction des conflits d'intérêts

Deux intervenants ont des réserves au sujet de l'article 8 du projet de 2010, qui interdit aux agences de notation de publier ou de maintenir une notation en situation de conflit d'intérêts, parce qu'il ne prévoit pas de possibilité de résoudre le conflit, ce qui pourrait entraver le processus de notation. Un intervenant propose plutôt d'interdire simplement ces relations, ce qui permettrait quand même de prendre des mesures réglementaires ou d'infliger des sanctions si cela est justifié dans les circonstances.

Réponse : Le projet de règlement ne prévoit plus ces interdictions. Certains des conflits énumérés que les intervenants soulignent sont prévus par les dispositions du code de l'OICV que nous avons intégrées à l'Annexe A. Nous avons aussi retenu les conflits que le code de l'OICV ne vise pas et les avons intégrés à l'Annexe A, de sorte que la présence d'un de ces conflits n'empêchera pas l'agence de notation désignée d'établir ou de retirer une notation. Cependant, elle constituerait un manquement au code de conduite de l'agence de notation désignée et pourrait donner lieu à des mesures réglementaires, notamment des poursuites si les circonstances le justifient.

Un intervenant a des inquiétudes au sujet des pratiques entourant les « conditions des agences de notation », stipulation que l'on trouve dans nombre de financements structurés qui permettent de modifier le programme de financement ou d'y déroger si l'agence de notation y consent ou estime que cela n'entraînera pas de réduction ou la suspension de la notation. Il note en particulier que cela pourrait inciter les agences de notation à faire des recommandations à l'émetteur du produit titrisé qui ne seraient pas moins inquiétantes que des recommandations à l'égard de la notation initiale.

Réponse : La disposition prévue à la rubrique 1.19 de l'Annexe A du projet de règlement (qui empêche l'agence de notation désignée ou ses salariés chargés de la notation de faire des recommandations à l'entité notée en matière de structure) s'applique durant toute la période de publication d'une notation concernant l'entité notée. Elle ne se limite pas au moment où la notation est attribuée.

Cet intervenant craint également que l'on puisse modifier la structure d'un instrument financier structuré en remplissant une condition de l'agence de notation à l'insu des investisseurs. Il recommande d'imposer aux agences de notation désignées l'obligation

d'indiquer, quand elles donnent avis, qu'une condition a été remplie et de décrire les mesures prises.

Réponse : *D'autres projets des ACVM en cours portent notamment sur la question de savoir s'il faut exiger la présentation d'information lorsqu'un émetteur de produits titrisés apporte des modifications importantes à sa structure. Par conséquent, nous n'avons pas remanié le projet de règlement en réponse à ce commentaire.*

Dossiers

Un intervenant note que la période de rétention des dossiers relatifs aux activités de notation devrait se limiter à cinq ans pour une question d'harmonisation avec le droit européen.

Réponse : *Nous n'avons pas adopté cette recommandation. Les obligations de rétention des dossiers que nous proposons sont compatibles avec d'autres obligations analogues prévues par la législation canadienne en valeurs mobilières.*

Formulaire de renseignements personnels

Selon un intervenant, il n'est pas nécessaire de recueillir de renseignements personnels supplémentaires des administrateurs et des dirigeants de l'agence de notation désignée. Un autre intervenant se demande ce que les ACVM pourraient bien faire des formulaires de renseignements personnels des administrateurs et des dirigeants de l'agence de notation désignée. Un troisième intervenant propose que les ACVM n'exigent le formulaire que si elles ont l'intention de s'en servir.

Réponse : *Nous avons supprimé l'obligation de fournir le formulaire de renseignements personnels.*

Détermination de l'autorité principale

Deux intervenants estiment que les facteurs indiqués à l'article 8 du projet d'Instruction 11-205 pour établir le « rattachement le plus significatif » et donc l'autorité principale de l'agence de notation désignée sont appropriés. L'un d'eux avance aussi que le territoire du Canada dans lequel l'agence est inscrite pour exercer ses activités pourrait être pertinent à cette fin.

Réponse : *Nous remercions les intervenants pour leur soutien et leurs commentaires. Les critères de détermination de l'autorité principale prévus à la partie 4B du Règlement 11-102 et au paragraphe 4 de l'article 7 de l'Instruction 12-205 devraient être relativement complets. Si toutefois l'agence de notation désignée ne peut déterminer son autorité principale en fonction de ces critères, elle peut tenir compte de tous les territoires pertinents dans lesquels elle est inscrite pour exercer ses activités.*

Responsabilité des experts

Deux intervenants estiment que les agences de notation devraient avoir la même responsabilité civile que les autres experts dont les rapports sont intégrés, avec leur consentement, dans des documents d'offre.

En revanche, six intervenants écrivent que les ACVM devraient conserver la dispense, pour les agences de notation désignées, de l'obligation de fournir un consentement d'expert lorsque leurs notations sont présentées dans un prospectus.

Plusieurs intervenants favorables au maintien de la dispense s'inquiètent des possibles conséquences accidentelles de l'exposition des agences de notation désignées à la responsabilité des experts, dont les suivantes :

- comme aux États-Unis, les agences de notation désignées pourraient refuser de consentir à la présentation de leurs notations dans des prospectus canadiens, ce qui pourrait réduire l'information figurant dans les documents d'offre;
- les agences de notation désignées qui donnent leur consentement pourraient adopter une position plus prudente, réactive ou homogène à l'égard des notations, ce qui réduirait la diversité des opinions;
- la législation canadienne en valeurs mobilières oblige les émetteurs à indiquer leurs notations dans leurs documents d'offre. Les émetteurs ne pourraient pas se conformer à cette obligation si la dispense était supprimée et que les agences de notation désignées refusaient de fournir leur consentement, ce qui pourraient entraîner un « gel » des émissions obligataires au Canada ou inciter les émetteurs à ne pas obtenir de notations;
- le coût d'obtention des notations augmenterait et se répercuterait sur les investisseurs;
- la concurrence entre les agences de notation en souffrirait;
- les investisseurs pourraient utiliser les notations encore davantage;
- les notations sont fondamentalement différentes des autres opinions d'« expert » pour lesquelles le consentement est exigé;
- les émetteurs les moins solvables risqueraient de ne pas pouvoir obtenir de notations puisque les agences de notation désignées ne voudraient pas en assumer la responsabilité, ce qui pourrait nuire à la capacité de ces émetteurs d'accéder aux marchés boursiers.

Un des intervenants favorable à l'imposition de la responsabilité des experts aux agences de notation désignées propose que les ACVM reportent la mise en œuvre du projet de règlement tant que l'incertitude perdurera aux États-Unis en ce qui concerne l'application de la responsabilité des experts. Il mentionne le refus des NRSRO de consentir à la présentation de leurs notations dans les déclarations d'inscription et la lettre de non-intervention initiale de la SEC qui expire le 24 janvier 2011 et se rapporte aux émetteurs qui omettent d'indiquer les notations dans une déclaration d'inscription relative à un placement de titres adossés à des actifs. En cas de prolongation inattendue de cette situation, l'intervenant recommande que les ACVM mettent en œuvre le projet de règlement sous sa forme actuelle en promettant d'introduire les dispositions sur la responsabilité civile une fois que la situation américaine sera réglée.

Réponse : Compte tenu de ces commentaires, nous ne proposons pas d'abroger la dispense prévue au paragraphe 4 de l'article 10.1 du Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus pour le moment ni d'apporter les modifications correspondantes au régime de sanctions civiles sur le marché secondaire qui assujettiraient les agences de notation à la responsabilité des « experts ». Nous sommes cependant, de manière générale, favorables à des mesures qui pourraient accroître la responsabilité des agences de notation désignées à l'égard de leurs notations et nous comptons évaluer ces options. Nous ferons aussi le suivi de la situation à l'étranger.

Nous souscrivons au commentaire sur le moment de la mise en œuvre du projet de règlement. Nous n'ignorons pas que les NRSRO refusent toujours de consentir à la présentation de leurs notations dans les déclarations d'inscription et que la SEC a récemment prorogé indéfiniment la lettre de non-intervention mentionnée par l'intervenant. Nous ne nous attendons pas à proposer des modifications dans

ce domaine avant d'avoir eu la possibilité d'évaluer pleinement l'incidence des démarches analogues entreprises à l'étranger.

Un intervenant note que l'imposition de cette responsabilité est une solution imparfaite, que les agences de notation pourraient accepter le coût d'une éventuelle responsabilité et que les questions sous-jacentes de réputation et de conflits d'intérêts pourraient rester sans réponse.

Réponse : Nous prenons acte de ce commentaire. Si nous proposons un jour des mesures qui accroissent la responsabilité des agences de notation à l'égard de leurs notations, elles viendraient compléter d'autres projets réglementaires, comme le projet de règlement, qui visent notamment à régler les préoccupations en matière de conflits d'intérêts.

Traitement des NRSRO

Deux intervenants sont favorables à la décision des ACVM de prévoir des arrangements pour les NRSRO en matière de dépôt de documents.

Réponse : Nous remercions les intervenants pour leur soutien.

Un intervenant note cependant qu'il existe un risque d'incohérence entre l'obligation de déposer un Form NRSRO auprès de la SEC (dans les 90 jours de la fin de l'année civile) et celle que prévoit le projet de 2010. Il fait également remarquer que la possibilité que le NRSRO dépose son « son dernier Form NRSRO » pourrait entraîner une obligation de déposer le Form NRSRO auprès des autorités en valeurs mobilières du Canada avant que son dépôt auprès de la SEC ne soit exigé. Enfin, il déclare que si l'intention des ACVM est d'exiger le dépôt des parties confidentielles du Form NRSO auprès des autorités en valeurs mobilières, le projet de règlement devrait indiquer clairement que cette information n'est fournie qu'à titre confidentiel.

Réponse : Nous avons adopté la solution de cet intervenant en ce qui concerne les obligations de dépôt des agences de notation désignées qui déposent un Form NRSRO à la place du formulaire prévu à l'Annexe 25-101A1. Pour ce qui est de la confidentialité, le paragraphe 4 des instructions de l'Annexe 25-101A1 indique que le demandeur peut demander à l'autorité en valeurs mobilières de prononcer une décision maintenant la confidentialité de certaines parties du formulaire. Les agences de notation désignées qui déposent leur Form NRSRO au lieu du formulaire prévu à l'Annexe 25-101A1 pourront aussi demander la confidentialité.

Obligations de communication des notations

Un intervenant rejette l'obligation prévue par la législation canadienne en valeurs mobilières de communiquer les notations dans les prospectus et les notices annuelles parce qu'elle peut contribuer à une utilisation excessive des notations.

Réponse : Nous ne proposons pas pour le moment d'abroger les obligations de communication des notations prévues par la législation canadienne en valeurs mobilières.

Un intervenant note que l'ajout des mots « tout autre type de notation » aux règlements sur le prospectus entraîne un élargissement de leur champ d'application qui pourrait susciter de grandes incertitudes quant à l'information à présenter. Il avance que, vu l'objet du projet de règlement, qui est la publication et le maintien des notations, l'obligation de communiquer tout autre type de notation pourrait donner lieu à la présentation d'information superflue.

Réponse : Les mots « tout autre type de notation » n'ont pas été ajoutés au projet de 2010. Cette obligation d'information était déjà en vigueur. Comme nous

n'avons reçu aucune indication que les émetteurs éprouvent des difficultés à s'y conformer, nous proposons de la conserver.

Trois intervenants estiment que les projets de dispositions exigeant la présentation d'information sur la rémunération des agences de notation pourraient compromettre les objectifs du code de l'OICV en matière de conflits d'intérêts, notamment l'article 2.12, qui interdit aux salariés qui participent à la notation de discuter de rémunération avec les entités qu'ils notent. Les intervenants notent également que cela pourraient compromettre les objectifs du projet de règlement.

L'un de ces intervenants affirme que l'information sur la rémunération pourrait nuire à la concurrence, car cette information est sensible sur le plan commercial. Il est contre l'obligation, pour les émetteurs, d'indiquer séparément les montants versés aux agences de notation et aux membres du même groupe pour d'autres services fournis aux cours des deux derniers exercices parce que cela serait indûment onéreux pour eux sans vraiment procurer d'information significative aux investisseurs. Il propose que la présentation de la rémunération versée à un membre du même groupe qu'une agence de notation désignée ne doit exigée que si les paiements visent des services de notation. Il convient que les investisseurs peuvent vouloir savoir si l'agence de notation peut être influencée par les produits qu'elle ou que les membres du même groupe gagnent en fournissant des services à un émetteur ou aux membres du même groupe, mais si le montant est relativement modeste pour l'agence de notation, on comprend difficilement pourquoi les investisseurs auraient besoin de le connaître ou le souhaiteraient.

Réponse : Compte tenu des préoccupations des intervenants, nous ne proposons plus d'exiger la présentation du montant payé pour obtenir la notation. Nous proposons plutôt que les émetteurs ne soient tenus d'indiquer que s'ils ont payé pour obtenir la notation. Nous signalons aussi le projet de paragraphe a de la rubrique 2.9 de l'Annexe A, qui oblige l'agence de notation désignée à indiquer les honoraires reçus d'une entité notée, des sociétés du même groupe ou des entités apparentées pour des services autres que les services de notation en pourcentage du total des honoraires qu'elles lui versent. Cette disposition est fondée sur le paragraphe a de l'article 2.8 du code de l'OICV.

Un intervenant propose que les émetteurs soient tenus d'indiquer la proportion de l'ensemble des honoraires versés à l'agence de notation ou aux sociétés du même groupe par l'émetteur et les sociétés du même groupe par rapport aux honoraires pour d'autres services.

Réponse : Nous proposons que l'agence de notation désignée soit tenue d'inclure une disposition analogue dans son code de conduite. Se reporter au paragraphe a de la rubrique 2.9 de l'Annexe A du projet de règlement.

Un intervenant recommande aussi de prendre garde d'élaborer un régime canadien qui pourrait obliger les émetteurs à obtenir le consentement d'agences de notation pour des prospectus utilisés au États-Unis. Cela aurait de lourdes conséquences inattendues sur le RIM.

Réponse : Nous croyons savoir que les émetteurs RIM actifs au sud de la frontière peuvent se conformer aux obligations canadiennes et à celles de la SEC sans avoir à fournir de consentement, à condition de fournir l'information canadienne pertinente avec l'information sur leurs notations que la SEC a expressément dispensée de l'application des obligations de consentement dans ses interprétations du 22 juillet 2010 relatives à la conformité et à l'information. Nous comptons cependant faire le suivi des changements qui pourraient nuire à ces émetteurs.

Autres commentaires

Un intervenant demande aux ACVM d'imposer à toute agence de notation qui note des produits financiers structurés l'obligation de publier un avis chaque fois qu'un émetteur, promoteur ou placeur de titres structurés lui fournit des données pour entamer le processus de notation si l'opération va de l'avant mais qu'elle n'est pas retenue pour établir une notation. Cette obligation viserait à décourager le magasinage de notations.

Réponse : Nous proposons que l'agence de notation désignée soit tenue d'inclure dans son code de conduite une disposition prévoyant la présentation d'information. Se reporter à la rubrique 4.6 de l'Annexe A du projet de règlement.

Un intervenant approuve le projet de 2010 mais signale qu'il faut considérer les projets de textes comme la première étape d'un processus visant à éliminer l'utilisation des opinions des agences de notation du processus d'investissement, et notamment à éliminer toute mention des notations fournies par ces agences de toute législation relative aux investissements.

Réponse : Nous avons envisagé d'éliminer la mention des notations lors de la publication du Document de consultation 11-405 des ACVM, Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA. À l'époque, le comité des BTAA des ACVM n'a pas recommandé d'éliminer la mention des notations principalement en raison de la difficulté de trouver une solution de remplacement satisfaisante.

Récemment, la loi intitulée Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act a exigé l'élimination de la mention des notations des NRSRO dans de nombreuses lois américaines dans un délai de deux ans de sa date d'entrée en vigueur et leur remplacement par des normes de solvabilité établies par les autorités compétentes en vertu de chaque loi. La loi Dodd-Frank oblige aussi chaque organisme fédéral à remplacer la mention des notations, dans tous les règlements en vigueur concernés, par une norme de solvabilité jugée appropriée en l'espèce.

Pour le moment, nous ne proposons pas d'éliminer toutes les mentions des notations de la législation en valeurs mobilières. Nous suivrons l'évolution de la situation internationale et les autres critères d'admissibilité proposés comme solution de rechange aux notations. Nous comptons aussi étudier d'autres moyens de réduire l'utilisation des notations. D'autres projets des ACVM pourraient aussi traiter de ce point dans le contexte d'obligations réglementaires relatives aux notations.