

**Avis de publication des ACVM
relatif aux agences de notation désignées**

*Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses
d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*

*Règlement modifiant le Règlement 33-109 sur les renseignements concernant
l'inscription*

*Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives
au prospectus*

*Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen
d'un prospectus simplifié*

*Règlement modifiant le Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen
d'un prospectus préalable*

Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus

*Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information
continue*

Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement

*Règlement modifiant le Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds
d'investissement*

*Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le
fonctionnement du marché*

*Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les
fonds d'investissement*

Le 29 mars 2018

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) apportent des modifications aux textes suivants (les **modifications**) :

- le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**);
- le *Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription* (le **Règlement 33-109**);
- le *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le **Règlement 41-101**);
- le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (le **Règlement 44-101**);

- le *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (le **Règlement 44-102**);
- le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le **Règlement 45-106**);
- le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le **Règlement 51-102**);
- le *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (le **Règlement 81-102**);
- le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (le **Règlement 81-106**);
- l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (l'**Instruction générale 21-101**);
- l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (l'**Instruction générale 81-102**).

Les modifications concernent les agences de notation désignées et leurs notations. Leur texte est publié avec le présent avis.

Les modifications doivent être mises en œuvre par tous les membres des ACVM. Dans certains territoires, leur mise en œuvre nécessite l'approbation ministérielle. Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 12 juin 2018. S'il y a lieu, des renseignements sur le processus d'approbation de chaque territoire sont fournis en annexe.

Objet

Les modifications concernent la demande de désignation de Kroll Bond Rating Agency, Inc. (**Kroll**) à titre d'agence de notation désignée.

Nous modifions le Règlement 44-101 et le Règlement 44-102 pour reconnaître les notations de Kroll, mais seulement pour l'application des autres conditions, prévues à l'article 2.6 de ces deux règlements, d'admissibilité des émetteurs de titres adossés à des créances (**TAC**) au régime de prospectus simplifié ou de prospectus préalable, respectivement (les **conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié**).

Nous abordons également d'autres sujets (les **autres sujets**) dans les modifications :

- afin que les notations de Kroll ne soient reconnues que pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié, nous avons apporté des précisions dans les dispositions du Règlement 31-103, du Règlement 33-109, du Règlement 41-101, du Règlement 45-106, du Règlement 81-102, du Règlement 81-106 et de l'Instruction générale 21-101 qui mentionnent les agences de notation désignées ou leurs notations;
- nous y avons inclus certaines modifications « administratives ».

Contexte

Actuellement, le Canada compte quatre agences de notation désignées : S&P Global Ratings Canada (**S&P**), Moody's Canada Inc. (**Moody's**), Fitch Ratings, Inc. (**Fitch**) et DBRS Limited (**DBRS**).

Kroll a déposé une demande de désignation à titre d'agence de notation désignée. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**CVMO**) est l'autorité principale pour cette demande. Kroll exerce principalement ses activités aux États-Unis.

Sous réserve de la confirmation et de la résolution de certains points par Kroll, le personnel recommande sa désignation à titre d'agence de notation désignée, mais seulement pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié. Les modifications visent à faire en sorte que les notations de Kroll ne soient reconnues que pour l'application de ces conditions.

Pour de plus amples renseignements sur les modifications relatives à la demande de désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée, se reporter à l'Annexe A.

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

Le 6 juillet 2017, nous avons publié un avis de consultation sur les modifications (les **textes de juillet 2017**). La période de consultation a pris fin le 4 octobre 2017. Nous avons reçu des commentaires d'un intervenant. Nous les avons examinés et l'en remercions. Le nom de l'intervenant figure à l'Annexe B, de même qu'un résumé de ses commentaires, accompagné de nos réponses. Il est possible de consulter le mémoire sur les sites Web des autorités suivantes :

- l'Alberta Securities Commission, au www.albertasecurities.com;
- l'Autorité des marchés financiers, au www.lautorite.qc.ca;
- la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, au www.osc.gov.on.ca.

Résumé des changements

Nous avons révisé les textes de juillet 2017 relativement aux modifications afin d'y mentionner les agences de notation remplaçantes si elles sont désignées en vertu de la législation en valeurs mobilières. Ces révisions permettront aux agences de notation désignées de se restructurer sans que d'autres modifications aux règlements et instructions générales soient nécessaires. Elles sont intégrées dans les modifications publiées avec le présent avis. Comme elles ne sont pas importantes, nous ne republions pas les modifications pour une autre consultation.

Mise au point sur le projet de modification du Règlement 25-101

Les textes de juillet 2017 comprenaient également le projet de modification du *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le **Règlement 25-101**). Nous examinons toujours ces modifications à la suite des mémoires reçus de quatre intervenants, dont trois agences de notation désignées.

Le projet de modification du Règlement 25-101 visait à y intégrer avant le 1^{er} juin 2018 les nouvelles obligations des agences de notation désignées dans l'Union européenne (UE) aux fins suivantes :

- pour que l'UE continue de reconnaître le régime réglementaire canadien comme « équivalent » à la réglementation de l'UE (**l'équivalence à la réglementation de l'UE**);
- pour que l'utilisation des notations du bureau canadien d'une agence de notation désignée à des fins réglementaires se poursuive dans l'UE.

Nous proposons en outre de modifier ce règlement pour tenir compte des nouvelles dispositions de la version de mars 2015 du code de conduite de l'Organisation internationale des commissions de valeurs intitulé *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*.

Démarches récentes dans l'UE

La réglementation de l'UE sur les agences de notation permet d'y utiliser à des fins réglementaires les notations publiées à l'extérieur de l'UE, à condition qu'elles soient :

- « avalisées » par des agences de notation établies dans l'UE;
- publiées par des agences de notation « certifiées ».

À l'issue de la période de consultation relative aux textes de juillet 2017, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a publié, le 17 novembre 2017, des indications techniques définitives sur l'application du cadre méthodologique de l'UE pour la vérification du cadre juridique et du dispositif de surveillance des pays tiers aux fins de son système d'aval et de son régime d'équivalence/de certification (les **publications de l'AEMF de l'automne 2017**).

- Dans les publications de l'AEMF de l'automne 2017, l'AEMF a indiqué être désormais d'avis qu'il est moins contraignant pour le régime réglementaire visant les agences de notation d'un pays tiers de respecter les obligations prévues par le système d'aval de l'UE que celles du régime d'équivalence/de certification de l'UE.
- Il s'agit-là d'un changement de l'approche préconisée par l'AEMF en matière d'équivalence à la réglementation de l'UE en vertu de la réglementation de l'UE sur les agences de notation.
- Nous avons demandé à l'AEMF une décision formelle indiquant que la version actuelle du Règlement 25-101 suffit à permettre au régime canadien régissant les agences de notation désignées de continuer d'être reconnu pour l'application du système d'aval de l'UE après la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations pour l'équivalence à la réglementation de l'UE fixée au 1^{er} juin 2018.
- Puisqu'au Canada, les agences de notation désignées existantes ne se fient qu'au système d'aval de l'UE, une telle décision signifierait que les ACVM n'auraient pas à parachever le projet de modification du Règlement 25-101 avant le 1^{er} juin 2018.
- Par conséquent, nous entendons reporter la mise en œuvre du projet de modification du Règlement 25-101 à une date ultérieure en 2018. Ces modifications seraient nécessaires afin que le régime canadien applicable aux agences de notation désignées soit reconnu pour le régime d'équivalence/de certification de l'UE. Puisqu'au Canada, les agences de notation désignées ne se fient pas au régime d'équivalence/de certification de l'UE, il n'est pas urgent de mettre la dernière main au projet de modification du Règlement 25-101 avant le 1^{er} juin 2018.

Contenu des annexes

Le présent avis comprend les annexes suivantes :

- à l'Annexe A, le contexte des modifications relatives à la demande de désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée;
- à l'Annexe B, le nom de l'intervenant et un résumé de ses commentaires, ainsi que nos réponses.

Questions

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

Alexandra Lee
Analyste à la réglementation, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Michael Bennett
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-8079
mbennett@osc.gov.on.ca

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

Lanion Beck
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Annexe A

Contexte des modifications relatives à la demande de désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée

Demande de Kroll

Kroll a déposé une demande de désignation à titre d'agence de notation désignée. La CVMO est l'autorité principale pour sa demande.

La demande de Kroll est importante et novatrice, puisqu'il s'agit de la première demande de désignation à provenir d'une agence dont les notations :

- n'ont jamais été mentionnées dans la réglementation et les instructions générales des ACVM;
- ne sont généralement pas utilisées sur le marché canadien.

Kroll exerce principalement ses activités aux États-Unis, où elle est inscrite à titre de « nationally recognized statistical rating organization » auprès de la Securities and Exchange Commission.

Approche réglementaire adoptée relativement à la demande de Kroll

En vertu de la législation en valeurs mobilières applicable, la CVMO ne peut accorder la désignation à titre d'agence de notation désignée que pour permettre à l'agence l'ayant demandée (le **demandeur**) de satisfaire à ce qui suit :

- soit une disposition de la législation en valeurs mobilières voulant qu'une notation ne puisse être attribuée que par une agence de notation désignée;
- soit une condition d'une dispense prévue par la législation en valeurs mobilières selon laquelle une notation doit être attribuée par une agence de notation désignée; (collectivement, les **dispositions relatives aux notations**).

Les dispositions relatives aux notations font office de « normes minimales » en établissant les niveaux minimaux de qualité du crédit des titres à certaines fins réglementaires (par exemple, pour établir la possibilité de se prévaloir d'une dispense ou d'un processus réglementaire parallèle). Ces dispositions mentionnent actuellement des notations précises des quatre agences de notation désignées. Il convient donc que l'autorité principale considère si les notations d'un demandeur peuvent ou non faire office de normes minimales pour les dispositions relatives aux notations pertinentes.

Pour ce faire, l'autorité principale doit tenir compte des éléments suivants dans sa décision de désignation :

- si le demandeur possède une expérience et une expertise suffisantes dans la notation des types particuliers de titres et d'émetteurs visés par les dispositions relatives aux notations pertinentes;
- le niveau de notation approprié pour l'application des dispositions relatives aux notations pertinentes.

L'autorité principale ne devrait donc rendre sa décision de désignation définitive qu'au moment où les modifications nécessaires auront été apportées aux dispositions relatives aux notations pertinentes de la réglementation et des instructions générales.

Analyse de la demande de Kroll

Selon l'information fournie par Kroll, il apparaît que cette agence possède une expertise et une expérience suffisantes dans la notation des TAC pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié. Par conséquent, sous réserve de la confirmation et de la résolution de certains points, le personnel prévoit recommander la désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée, mais seulement :

- pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié;
- sous réserve de l'approbation des ministres compétents.

Pour le moment, le personnel ne prévoit pas recommander la désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée pour l'application d'autres dispositions relatives aux notations.

Catégories de notation appropriées de Kroll pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié

Selon l'information fournie par Kroll, il apparaît que la notation à long terme « BBB » et la notation à court terme « K3 » de Kroll constituent les catégories de notation appropriées pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié.

- Conformément à ces conditions, l'émetteur d'un TAC doit avoir reçu une « notation désignée » d'une agence de notation désignée, notamment une notation à long terme d'au moins « BBB » (de DBRS, de Fitch ou de S&P) ou « Baa » (de Moody's).
- Dans le cadre de ses travaux visant à établir les catégories de notation appropriées de Kroll, le personnel a comparé de nombreuses notations de Kroll attribuées à un grand nombre d'émetteurs de TAC aux États-Unis avec celles attribuées par DBRS, Fitch, S&P et Moody's à ces mêmes émetteurs. Cet exercice lui a permis de vérifier si Kroll accorde régulièrement des notations supérieures ou inférieures à celles de ses concurrents.

Le personnel a jugé que l'expérience de Kroll dans la notation d'émetteurs de TAC aux États-Unis était pertinente pour établir lesquelles de ses catégories de notation seraient appropriées aux fins de l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié.

Annexe B

Résumé des commentaires et réponses des ACVM

Nous avons reçu un mémoire d'un intervenant (Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies) sur les modifications.

N°	Sujet	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
Questions précises sur la demande de désignation de Kroll à titre d'agence de notation désignée			
1	<p>Convendez-vous que la notation à long terme « BBB » et la notation à court terme « K3 » de Kroll constitueraient les catégories de notation appropriées pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié?</p>	<p>L'intervenant fait valoir ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La grille de notation relative au projet de modification de la définition de l'expression « notation désignée » prévue à l'article 1.1. du Règlement 44-101 semble impliquer que la notation attribuée par une des agences de notation désignées est équivalente à la notation de Kroll. • Néanmoins, les renseignements dont nous disposons sur les hypothèses dont se servent Kroll et les agences de notation désignées dans leurs méthodologies de notation des TAC sont insuffisants pour nous prononcer sur la question de savoir si la notation à long terme « BBB » et la notation à court terme « K3 » de Kroll sont équivalentes aux notations des agences de notation désignées actuelles. • Toutefois, au vu de ses certifications et normes, ainsi que de son expérience avec les TAC et de sa transparence (par exemple, elle affiche sur son site Web les méthodologies et le cadre qu'elle utilise pour noter les TAC), Kroll semblerait un choix approprié pour noter les TAC au Canada. 	<p>Nous remercions l'intervenant de son commentaire.</p> <p>Comme nous l'avons mentionné dans les textes de juillet 2017,</p> <ul style="list-style-type: none"> • Selon l'information fournie par Kroll, il apparaît que la notation à long terme « BBB » et la notation à court terme « K3 » de Kroll constituent les catégories de notation appropriées pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié. • Conformément à ces conditions, l'émetteur d'un TAC doit avoir reçu une « notation désignée » d'une agence de notation désignée, notamment une notation à long terme d'au moins « BBB » (de DBRS, de Fitch ou de S&P) ou « Baa » (de Moody's). • Dans le cadre de ses travaux visant à établir les catégories de notation appropriées de Kroll, le personnel a

N°	Sujet	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
			<p>comparé de nombreuses notations de Kroll attribuées à un grand nombre d'émetteurs de TAC aux États-Unis avec celles attribuées par DBRS, Fitch, S&P et Moody's à ces mêmes émetteurs. Cet exercice lui a permis de vérifier si Kroll accorde régulièrement des notations supérieures ou inférieures à celles de ses concurrents.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Le personnel a jugé que l'expérience de Kroll dans la notation d'émetteurs de TAC aux États-Unis était pertinente pour établir lesquelles de ses catégories de notation seraient appropriées pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié.
2	<p>Nous avons tenu compte de l'expérience de Kroll dans la notation d'émetteurs de TAC aux États-Unis pour établir lesquelles de ses catégories de notation seraient appropriées pour l'application des conditions d'admissibilité des TAC au régime du prospectus simplifié.</p>	<p>Selon l'intervenant, l'expérience de Kroll aux États-Unis est pertinente sur le marché canadien, d'autant plus que le marché américain des TAC (particulièrement les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles et ceux adossés à des créances hypothécaires commerciales) a davantage pâti de la crise financière que le marché canadien (sauf le sous-marché des billets de trésorerie adossés à des actifs).</p>	<p>Nous remercions l'intervenant de son commentaire.</p>

N°	Sujet	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
	Selon vous, cette expérience acquise aux États-Unis est-elle pertinente pour le marché canadien?		
3	À votre avis, les émetteurs de TAC seraient-ils davantage susceptibles de faire du magasinage de notations si les projets de modification étaient mis en œuvre? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse ou expliquer pourquoi cela est préoccupant.	<p>L'intervenant n'est pas d'avis que les émetteurs de TAC seraient davantage susceptibles de faire du magasinage de notations. Au contraire, il considère que, si Kroll était désignée à titre d'agence de notation désignée, elle offrirait aux investisseurs canadiens une perspective additionnelle et différente en matière de notation des TAC.</p> <p>Cet intervenant affirme aussi ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> • En juin 2014, il a publié un sondage réalisé auprès de ses membres des Amériques dont les activités de placement sont principalement axées sur les titres à revenu fixe, qui a révélé que 24 % d'entre eux croient que l'élimination de l'obligation, pour les sociétés financières, de se fier aux notations aurait le plus d'incidence positive sur la fiabilité des notations. • En outre, 11 % de ses membres estimaient que l'arrivée de nouvelles agences de notation sur le marché avait le plus d'incidence positive sur la fiabilité des notations. • Environ 60 % des participants au sondage ont indiqué que tous les modèles d'agences de notation étaient en conflits d'intérêts (en raison, entre autres, du modèle de « l'émetteur-payeur »), et qu'un accroissement de la transparence et de la concurrence constituerait la meilleure solution. <p>Il note que :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aux États-Unis, la Rule 17g-5 de la SEC exige que les agences de notation qui sont des NRSRO et certains « arrangeurs », y compris les émetteurs de produits financiers structurés, indiquent aux autres agences de notation que l'arrangeur est en train d'établir une notation initiale, et 	<p>Nous remercions l'intervenant de son commentaire.</p> <p>Pour le moment, nous ne proposons pas d'introduire des obligations semblables à celles prévues par la Rule 17g-5 de la SEC.</p>

N°	Sujet	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>chaque arrangeur doit mettre à la disposition des autres agences de notation l'information fournie à celle dont il a retenu les services.</p> <ul style="list-style-type: none">• Cette règle de la SEC vise en partie à traiter de la question du magasinage des notations.• L'imposition d'obligations d'information plus normatives à l'égard des notations à l'étude, semblables à celles expressément prévues par la règle de la SEC, pourrait rehausser la transparence sur le marché.	