

Avis de consultation**Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription relativement à la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme et aux produits titrisés**

Le 23 janvier 2014

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** » ou « **nous** ») publient pour une période de consultation de 90 jours un projet de modification (le « **projet de modification** ») du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « **Règlement 45-106** »).

S'il est adopté, le projet de modification aura notamment les conséquences suivantes :

- la modification des obligations relatives aux titres de créance à court terme à remplir pour les placer sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme prévue à l'article 2.35 du Règlement 45-106 (la « **dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme** »);
- le retrait de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme concernant les produits titrisés comme les billets de trésorerie adossés à des actifs (les « **BTAA** »);
- l'introduction d'une nouvelle dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme à l'article 2.35.1 du Règlement 45-106, s'ils répondent aux critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4 (la « **dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme** »), qui ne serait ouverte que pour les BTAA adossés à des actifs classiques.

Le texte du projet de modification est publié avec le présent avis et sera affiché sur le site Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca

www.albertasecurities.com

www.bcsc.bc.ca

www.gov.ns.ca/nssc

www.nbsc-cvmnb.ca

www.osc.gov.on.ca

www.fcaa.gov.sk.ca

www.msc.gov.mb.ca

Objet

Le projet de modification se déploie de la façon suivante :

Modifications relatives aux titres de créance à court terme

Nous publions pour une première consultation des modifications (les « **propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme** ») qui auraient pour effet de

modifier les notations requises pour placer des titres de créance à court terme, principalement des billets de trésorerie, sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Ces modifications visent :

- à supprimer l'obstacle réglementaire dissuadant certains émetteurs de billets de trésorerie d'obtenir une notation supplémentaire;
- à harmoniser le traitement des émetteurs de billets de trésorerie qui ont un risque de crédit semblable;
- à maintenir la qualité de crédit actuelle des billets de trésorerie placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme.

Se reporter à la partie B du présent avis pour le contexte et le résumé des propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme.

Modifications relatives aux produits titrisés à court terme

Le 1^{er} avril 2011, nous avons publié un ensemble de nouveaux projets de règlements et de modifications (les « **textes de 2011** ») qui auraient eu pour effet :

- d'introduire de nouvelles obligations d'information pour les placements de produits titrisés au moyen d'un prospectus;
- d'introduire de nouvelles obligations d'information continue et d'attestation pour les émetteurs assujettis ayant placé des produits titrisés;
- de restreindre le placement de produits titrisés¹ sous le régime d'une dispense de prospectus auprès d'investisseurs très avertis par l'institution d'une nouvelle dispense de prospectus (la « **dispense pour les investisseurs admissibles en produits titrisés** »), et d'introduire des obligations d'information initiale et continue même si l'émetteur du produit titrisé n'était pas émetteur assujetti.

Nous n'avons pas l'intention de donner suite aux aspects des textes de 2011 qui portent sur les obligations de prospectus et d'information continue, ni à ceux qui portent sur la dispense pour les investisseurs admissibles en produits titrisés et sur le placement, sous le régime d'une dispense de prospectus, de produits titrisés à long terme, soit les produits titrisés qui viennent à échéance un an ou plus après la date d'émission.

En revanche, nous publions pour une deuxième période de consultation un projet de modification plus ciblé (les « **propositions de modifications relatives aux produits titrisés** ») qui intègre et modifie certains aspects des textes de 2011 portant sur le placement de produits titrisés à court terme (principalement des BTAA) sous le régime d'une dispense de prospectus. Les propositions de modifications relatives aux produits titrisés visent à répondre à certaines préoccupations en matière de protection des investisseurs et de risque systémique associées à certains types de BTAA complexes. Elles nous permettront également de recueillir de l'information sur les placements de produits titrisés effectués sous le régime de dispenses de prospectus, comme celle pour investisseur qualifié (article 2.3 du Règlement 45-106) et pour investissement d'une somme minimale (article 2.10 du Règlement 45-106).

¹ La restriction ne s'appliquerait pas aux produits titrisés émis ou garantis par le gouvernement du Canada.

Voici les modifications proposées pour le Règlement 45-106 :

- Les dispenses de prospectus suivantes ne seraient pas ouvertes pour le placement de produits titrisés à court terme :
 - la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme;
 - la dispense de prospectus pour les émetteurs fermés prévue à l'article 2.4 (la « **dispense de prospectus pour les émetteurs fermés** »);
 - les dispenses pour les parents, les amis très proches et les partenaires prévues aux articles 2.5 et 2.6 (la « **dispense de prospectus pour les amis et les parents** »);
 - la dispense de prospectus pour les fondateurs, les personnes participant au contrôle et les parents prévue à l'article 2.7 (la « **dispense de prospectus pour les fondateurs** »);
 - la dispense relative à la notice d'offre prévue à l'article 2.9 (la « **dispense de prospectus relative à la notice d'offre** »).
- Une nouvelle dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme serait introduite à l'article 2.35.1, s'ils répondent aux critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4.
- Les émetteurs qui placent des titres sous le régime de la dispense pour les produits titrisés à court terme seraient assujettis aux obligations d'information initiale et continue prévues dans les nouvelles annexes suivantes :
 - l'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme* (l'« **Annexe 45-106A7** »);
 - l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information mensuel sur les produits titrisés à court terme placés en vertu de l'article 2.35.1* (l'« **Annexe 45-106A8** »).
- l'Annexe 45-106A1, *Déclaration de placement avec dispense*, serait modifiée afin d'y ajouter les produits titrisés comme secteur d'activité².

Nous proposons par ailleurs certaines modifications corrélatives au *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le « **Règlement 25-101** » ou le « **règlement sur les agences de notation désignées** ») et publions ce projet de modification pour la première fois.

Enfin, nous publions pour consultation des modifications à l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (l'« **Instruction générale 45-106** »).

Se reporter à la partie C du présent avis pour le contexte et le résumé des propositions de modifications relatives aux produits titrisés.

A. Survol des billets de trésorerie et des BTAA

Les propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme et les propositions de modifications relatives aux produits titrisés auraient une incidence principalement sur deux

² La déclaration de placement avec dispense doit être déposée conformément à l'article 6.1 du Règlement 45-106 afin de déclarer les placements effectués sous le régime de certaines dispenses de prospectus.

types de titres de créance à court terme : les billets de trésorerie et les BTAA. Ces types de titres ont en commun certaines caractéristiques, notamment :

- ils sont placés et négociés sur les marchés de titres de créance à court terme;
- ils sont généralement notés³;
- ils sont principalement souscrits par des investisseurs institutionnels, comme des fonds du marché monétaire, des caisses de retraite, des sociétés, des gouvernements (provinciaux ou territoriaux ou des administrations municipales) et des institutions financières voulant investir des fonds dans des placements à court terme et très liquides⁴;
- ils sont généralement vendus par l'intermédiaire de banques ou de courtiers en placement.

Les BTAA sont néanmoins beaucoup plus complexes que les billets de trésorerie, comme en témoigne l'exposé qui suit.

1. Billets de trésorerie

Les billets de trésorerie (communément appelés papier commercial) sont une forme de créance à court terme émise à titre d'obligation de l'entité émettrice sous forme de billets. Leurs émetteurs sont généralement de grandes sociétés solvables. Les billets de trésorerie sont souvent émis à escompte et génèrent leur valeur nominale à l'échéance.

Au Canada, les billets de trésorerie sont habituellement émis pour des périodes d'un, deux ou trois mois mais ils peuvent l'être pour des périodes s'échelonnant d'un jour à un an.

Les billets de trésorerie sont généralement émis en vue d'obtenir des fonds à court terme pour combler des besoins périodiques et en fonds de roulement de l'entreprise. Ils sont aussi utilisés comme « crédit-relais » pour de nouvelles dépenses en immobilisations ou des offres publiques d'achat, en attendant l'émission de titres à plus long terme.

Les émetteurs considèrent souvent ces billets comme une solution de financement plus économique que les créances bancaires.

³ Au Canada, les principales agences de notation désignées sont DBRS Limited (**DBRS**), Moody's Canada Inc. (**Moody's**), Standard & Poor's Ratings Services (Canada) (**S&P**) et Fitch, Inc. (**Fitch**). DBRS attribue des notations à pratiquement tous les programmes canadiens de billets de trésorerie et de BTAA. Moody's note également la plupart des programmes canadiens de BTAA.

⁴ En raison de la grande complexité des BTAA, les entités qui investissent dans ce type de titres sont généralement comprises dans celles investissant dans les billets de trésorerie. Elles sont généralement des investisseurs institutionnels importants qui investissent des montants suffisants pour justifier les ressources supplémentaires nécessaires pour prendre des décisions d'investissement.

2. BTAA

a) Survol

Les BTAA sont aussi généralement émis sous formes de billets dont l'échéance maximale est d'un an et habituellement de 30 jours.

Les BTAA sont cependant très différents des billets de trésorerie, car ils sont créés au moyen de techniques de titrisation et, partant, constituent une forme plus complexe de créance à court terme. Une opération visant des BTAA suppose généralement l'utilisation d'une entité ad hoc, appelée **conduit**, qui détiendra les actifs générant les flux de trésorerie et émettra les billets auprès des investisseurs.

Par ailleurs, les BTAA diffèrent grandement des produits titrisés à long terme⁵, la différence la plus notable étant que les BTAA ont une échéance plus courte (un an ou moins) que ces derniers. Une autre différence importante réside dans le fait qu'il existe une disparité entre l'échéance des BTAA, d'une part, et le calendrier des paiements à partir des actifs en portefeuille sous-jacents et l'échéance de ceux-ci, d'autre part. Le conduit procédera habituellement au remboursement des BTAA arrivant à échéance en les « renouvelant », c'est-à-dire qu'il les remboursera en utilisant le produit du placement d'autres BTAA auprès d'investisseurs existants ou de nouveaux investisseurs.

Cependant, dans certains cas, il peut être difficile de renouveler les BTAA pour des raisons sans lien avec une défaillance des actifs sous-jacents. Le cas échéant, le conduit aura recours à des lignes de liquidités pour veiller au remboursement en temps requis du billet venant à échéance pour des raisons autres que la défaillance. Les conditions du crédit de trésorerie et la solvabilité du fournisseur de liquidités revêtent donc une importance toute particulière lors des opérations de titrisation portant sur des BTAA.

b) Types de BTAA

i) BTAA classiques

Habituellement, les banques mettent sur pied des programmes de BTAA en vue de faciliter le financement des activités de leurs clients ou de leurs propres activités en faisant appel au marché des titres de créance à court terme. Ainsi, un conduit émettrait des BTAA et en utiliserait le produit pour acquérir des actifs générant des flux de trésorerie, comme des créances hypothécaires créées par la banque ou ses clients. À l'heure actuelle, le marché canadien des BTAA se compose principalement de ces types de programmes bancaires qui

⁵ Dans le cadre d'une opération classique de titrisation à long terme :

- les actifs générant des flux de trésorerie, comme les créances hypothécaires, les prêts-automobile et les créances sur cartes de crédit, sont vendus à une entité ad hoc jouissant d'une réelle autonomie patrimoniale (habituellement une fiducie) qui émet des titres de créance (souvent appelés billets);
- le remboursement du capital ou le versement des intérêts sur les billets provient principalement des liquidités générées par les actifs détenus par l'entité ad hoc;
- les billets sont regroupés dans différentes catégories ou tranches associées à des priorités de paiement différentes, la tranche la plus prioritaire se voyant attribuer la notation la plus élevée grâce à des mécanismes de rehaussement de crédit.

détiennent des catégories d'actifs comme des créances hypothécaires classiques ou garanties par l'État, des marges de crédit hypothécaires et des prêts-automobile.

ii) **BTAA d'arbitrage non bancaires ou de crédit**

Durant la période précédant la crise financière mondiale de 2007 et 2008, on a pu constater une croissance significative des opérations sur les BTAA d'arbitrage de crédit parrainées par des entités non bancaires (les « **BTAA non bancaires** »)⁶. Les conduits de BTAA non bancaires utilisaient les fonds des investisseurs pour acquérir des actifs financiers comme des obligations de sociétés ou des titres adossés à des actifs (« **TAA** ») (notamment des TAA adossés à des créances hypothécaires à risque américaines), et obtenaient un écart sur la différence entre le rendement possible des actifs financiers sous-jacents et leur coût de financement. Les conduits de BTAA non bancaires pouvaient parfois acquérir des actifs synthétiques comportant l'utilisation de swaps sur défaillance à fort levier financier⁷.

Pendant la crise financière, le marché des BTAA non bancaires a subi une importante perturbation lorsque de nombreux BTAA non bancaires n'ont pu être renouvelés (la « **perturbation du marché des BTAA** »)⁸. Les participants au marché se sont entendus pour geler le marché des BTAA non bancaires. Au final, ces BTAA ont fait l'objet d'une restructuration selon des procédures entreprises en vertu de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers*.

Ce type de BTAA n'est plus émis au Canada.

3. **Risque systémique et marchés des titres de créance à court terme**

Le Fonds monétaire international, la Banque de règlements internationaux et le Conseil de stabilité financière (CSF) ont défini le risque systémique comme suit :

[Traduction] « Le risque d'une perturbation des services financiers i) causée par la détérioration de l'ensemble ou d'une partie du système financier et ii) susceptible d'avoir des répercussions négatives graves sur l'économie réelle. La notion d'effets externes négatifs provenant de la perturbation ou la défaillance d'une institution financière, d'un marché ou d'un instrument est un élément fondamental de la définition. Tous les types

⁶ En anglais, on utilise également l'expression « third-party ABCP » pour désigner les BTAA non bancaires.

⁷ La titrisation entre généralement dans la grande catégorie du « financement structuré ». Or, comme les billets émis par ces types de conduits de BTAA non bancaires sont des instruments hybrides créés au moyen de techniques de titrisation pour structurer des flux de trésorerie générés par des instruments dérivés, il pourrait être plus précis de les appeler des produits de financement structuré ou des produits structurés. Ces derniers font généralement intervenir un dérivé incorporé qui les expose à un risque financier relativement à des actifs, des indices ou d'autres valeurs économiques de référence. Se reporter également à l'exposé sur les incitatifs divergents et la rétention du risque de crédit à la **section C, Propositions de modifications relatives aux produits titrisés**.

⁸ En l'occurrence, les conduits de BTAA non bancaires n'ont pu financer les BTAA venant à échéance par l'émission de nouveaux billets puisque les investisseurs craignaient de plus en plus que ces conduits ne soient exposés à des créances hypothécaires à risque américaines en souffrance. Ces conduits disposaient de garanties de liquidités de type « perturbation du marché ». Les fournisseurs de liquidités ont cependant refusé de les soutenir puisque, les BTAA bancaires continuant d'être renouvelés, il n'y avait pas, selon eux, de perturbation du marché. Contrairement aux promoteurs bancaires, les promoteurs non bancaires n'avaient pas un bilan assez solide pour soutenir leurs conduits.

d'intermédiaires, d'infrastructures ou de marchés financiers sont susceptibles de présenter une certaine importance systémique »⁹.

Les institutions et activités bancaires « parallèles », soit les éléments du système financier qui accordent du crédit mais qui se situent, en partie du moins, à l'extérieur des circuits bancaires traditionnels sont particulièrement considérées comme une source importante de risque systémique¹⁰. D'après les estimations, le secteur bancaire parallèle au pays représentait environ 40 % du PIB nominal canadien à la fin de 2012.

Les facteurs suivants peuvent accroître le risque systémique soulevé par la finance parallèle :

- la transformation des échéances, processus par lequel des passifs à court terme servent à financer des actifs à long terme;
- la transformation du profil de liquidité d'actifs illiquides qui ne peuvent être convertis en trésorerie aisément;
- l'effet de levier, qui peut être mis en place au sein de l'entité ou à diverses étapes du processus d'intermédiation;
- le transfert imparfait du risque de crédit : certaines expositions sont retirées du bilan d'une entité, ou encore une entité fournit à une autre institution un soutien implicite qui la rend vulnérable aux pertes de cette dernière.

Les marchés canadiens des titres de créance à court terme, notamment les marchés des billets de trésorerie et des BTAA, font partie du secteur bancaire parallèle car ils accordent ou peuvent accorder du crédit à des entités ne faisant pas partie du système bancaire traditionnel ou obtenir du crédit auprès de telles entités. Toutefois, comme on le verra plus loin, les quatre facteurs accroissant le risque systémique ne touchent pas les marchés des billets de trésorerie et des BTAA avec la même importance.

4. Mode de placement actuel des billets de trésorerie et des BTAA en vertu du droit des valeurs mobilières

À l'heure actuelle, les billets de trésorerie et les BTAA sont généralement placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme; ils sont émis et négociés sur ce que l'on appelle communément le « marché dispensé ». Cette dispense est entrée en vigueur le 14 septembre 2005.

Pour ouvrir droit à la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, les billets de trésorerie et les BTAA doivent remplir les conditions suivantes :

- ils doivent être à court terme, c'est-à-dire venir à échéance au plus tard un an après la date d'émission;

⁹ *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*. novembre 2009.

¹⁰ La présente analyse du secteur bancaire parallèle est tirée du rapport intitulé « Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada », de Gravelle, Grieder et Lavoie, Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin 2013, pages 59 à 68 (le « **rapport sur la finance parallèle** »).

- ils ne permettent pas d’acquérir, par voie de conversion ou d’échange, d’autres titres que ceux du même type ni ne sont accompagnés d’un droit de souscrire ces autres titres;
- ils ont reçu une notation désignée d’une agence de notation désignée ou d’un membre du même groupe que l’agence de notation désignée.

Les définitions des expressions « notation désignée » et « membre du même groupe que l’agence de notation désignée » se trouvent dans le *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* (le « **Règlement 81-102** »). La disposition encadrant la notation désignée prévoit que le titre doit avoir obtenu une certaine notation minimale. Par ailleurs, bien qu’une notation supplémentaire ne soit pas exigée, la notation obtenue, s’il y a lieu, doit être égale ou supérieure à la notation minimale établie. Les billets de trésorerie et les BTAA doivent donc remplir les deux conditions suivantes :

Type de condition	Modalités
Seuil de notation	Les billets de trésorerie ou les BTAA doivent avoir obtenu au moins une notation égale ou supérieure à : <ul style="list-style-type: none"> • R-1 (faible) de DBRS; • A-1 (faible) de S&P; • P-1 de Moody’s; • F1 de Fitch.
Notations multiples	Les billets de trésorerie ou les BTAA ne peuvent avoir une notation inférieure à celles prévues par la condition du seuil de notation.

Les billets de trésorerie et les BTAA placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme peuvent être émis auprès de tout investisseur et ne sont assujettis à aucune restriction à la revente. Les émetteurs qui placent des titres sous le régime de cette dispense n’ont pas à déposer de déclaration de placement avec dispense.

B. Propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme

1. Contexte – Conséquences non désirées de la condition relative aux notations multiples

Peu après l’entrée en vigueur de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, certains émetteurs de billets de trésorerie ayant plusieurs notations ont communiqué avec les ACVM pour leur indiquer qu’ils craignaient ne pas pouvoir respecter la condition relative aux notations multiples, et n’avaient donc pas de notation désignée. Ainsi, ces émetteurs ne pouvaient plus émettre de billets de trésorerie sous le régime d’une dispense de prospectus.

La condition relative aux notations multiples visait à établir des normes minimales de qualité de crédit pour les billets de trésorerie placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Or, selon les renseignements et les observations des participants au marché associés au placement de billets de trésorerie et notre propre analyse, il semble que la condition relative aux notations multiples ne reflète pas fidèlement la corrélation entre certaines notations attribuées aux titres de créance à court terme par les agences de notation désignées. En

l'occurrence, la notation à court terme R-1(faible) de DBRS peut équivaloir à la notation A-2 de S&P et F-2 de Fitch.

La condition relative aux notations multiples donne donc lieu à deux conséquences non désirées qui peuvent avoir des effets négatifs sur l'équité et l'efficacité du marché.

a) Obstacle réglementaire dissuadant certains émetteurs de billets de trésorerie d'obtenir une notation supplémentaire

Les émetteurs de billets de trésorerie ayant une notation unique satisfaisant à la condition du seuil de notation mais s'attendant à obtenir une notation inférieure au seuil de notation d'une autre agence de notation désignée ne souhaiteront pas nécessairement obtenir d'autres notations en raison de la condition relative aux notations multiples. L'obtention d'une notation supplémentaire pourrait les empêcher de se prévaloir de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Les notations supplémentaires peuvent fournir un surcroît d'information aux investisseurs concernant la qualité de crédit des billets de trésorerie. On ne devrait donc pas dissuader les émetteurs d'en faire la demande.

b) Traitement différentiel de certains émetteurs de billets de trésorerie ayant un risque de crédit semblable

Malgré l'obstacle réglementaire susmentionné, certains émetteurs de billets de trésorerie ayant une notation unique satisfaisant à la condition relative aux notations multiples choisissent néanmoins d'obtenir une ou plusieurs autres notations. Ces émetteurs ont généralement une notation de DBRS qui satisfait à la condition du seuil de notation, mais ont aussi reçu ou s'attendent à recevoir une ou plusieurs autres des notations suivantes : A-2 de S&P, P-2 de Moody's ou F-2 de Fitch. Aussi doivent-ils demander une dispense pour pouvoir placer les billets de trésorerie sans prospectus alors que d'autres émetteurs ayant un risque de crédit semblable, mais une seule notation, peuvent se prévaloir de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme.

Nous avons reçu plusieurs demandes en raison de ce problème et avons, depuis 2006, octroyé des dispenses de l'obligation de prospectus à près de 40 reprises. La dispense autorise le placement des billets de trésorerie tant que ceux-ci ont au moins une notation égale ou supérieure à :

- R-1(faible) de DBRS;
- A-2 de S&P;
- P-2 de Moody's;
- F-2 de Fitch.

2. Résumé des propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme

a) Survol

Nous proposons de modifier la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme pour que les billets de trésorerie n'aient plus à satisfaire à la condition relative aux notations multiples. Ainsi, cette condition serait modifiée de la façon suivante :

Type de condition	Modalités
Seuil de notation (inchangée)	Les billets de trésorerie doivent avoir obtenu au moins une notation égale ou supérieure à : <ul style="list-style-type: none"> • R-1(faible) de DBRS; • A-1(faible) de S&P; • P1 de Moody's; • F1 de Fitch.
Notations multiples (modifiée)	Les billets de trésorerie n'ont reçu aucune notation inférieure à : <ul style="list-style-type: none"> • R-1(faible) de DBRS (comme le seuil de notation); • A-2 de S&P; • P-2 de Moody's; • F2 de Fitch.

À notre avis, la condition relative aux notations multiples modifiée reflète plus fidèlement la corrélation entre les notations attribuées aux titres de créance à court terme par les agences de notation désignées, de sorte qu'elle :

- supprime l'obstacle réglementaire dissuadant certains émetteurs de billets de trésorerie d'obtenir une notation supplémentaire;
- harmonise le traitement des émetteurs de billets de trésorerie qui ont un risque de crédit semblable;
- maintient la qualité de crédit actuelle des billets de trésorerie placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme.

Les propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme ne s'appliqueraient pas aux produits titrisés à court terme, c'est-à-dire les BTAA. Nous proposons plutôt des modifications distinctes pour les BTAA, qui sont décrites à la partie **C, Propositions de modifications relatives aux produits titrisés.**

b) Autres questions et solutions de rechange envisagées

Nous avons également évalué si d'autres questions devaient être abordées ou si d'autres solutions de rechange pouvaient être envisagées relativement aux placements de billets de trésorerie sous le régime d'une dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme.

i) Préoccupations entourant le risque systémique

Nous ne jugeons pas nécessaire pour le moment d'apporter des modifications à la réglementation des valeurs mobilières applicable aux billets de trésorerie pour répondre à des préoccupations entourant le risque systémique. Pour en arriver à cette conclusion, nous avons tenu compte des éléments suivants :

- la taille du marché des billets de trésorerie par rapport à d'autres secteurs des marchés canadiens de titres de créance à court terme;
- le degré de complexité et d'opacité des billets de trésorerie, comme type de titre;

- le degré d'importance des quatre facteurs associés au risque systémique et aux activités bancaires parallèles;
- la capacité du marché des billets de trésorerie à résister à des tensions financières semblables à celles subies pendant la crise financière mondiale¹¹.

ii) Utilisation des notations

Nous nous sommes demandé si l'utilisation des notations dans la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme favorisait la protection des investisseurs et l'efficacité du marché. Nous concluons qu'il est approprié d'utiliser la condition de seuil de notation et la condition relative aux notations multiples modifiée pour établir les paramètres de la qualité de crédit des billets de trésorerie pouvant être émis sous le régime d'une dispense de prospectus. Nous n'avons pas trouvé de solutions de rechange précises ou d'autres conditions aux notations qui amélioreraient de façon importante la protection des investisseurs ou la stabilité du marché des billets de trésorerie¹². Nous soulignons par ailleurs la mise en œuvre du règlement sur les agences de notation désignées, qui introduit un cadre réglementaire pour les agences de notation souhaitant voir leurs notations mentionnées dans la législation en valeurs mobilières. Toutes les agences dont les notations sont incluses dans la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme sont des agences de notation désignées assujetties à ce cadre.

iii) Intégration des décisions de dispense

Nous avons réfléchi à la nécessité d'intégrer les décisions de dispense dans la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme¹³. Ces décisions prévoient que les titres doivent obtenir au moins l'une des notations minimales suivantes :

- R-1 (faible) de DBRS;
- A-2 de S&P;
- P-2 de Moody's;
- F2 de Fitch.

Par ailleurs, les décisions de dispense ne renferment aucune condition relative aux notations multiples.

¹¹ La Banque du Canada n'explore pas le secteur des billets de trésorerie dans son rapport sur la finance parallèle, mais souligne sa taille généralement modeste et sa stabilité relative depuis la crise financière mondiale. Se reporter au rapport sur la finance parallèle, à la note 9.

¹² À l'inverse, nous avons relevé d'importants problèmes concernant la façon dont les BTAA non bancaires sont notés et le degré de confiance des intermédiaires et des investisseurs envers ces notations. Ces problèmes sont abordés dans la section « Propositions de modifications relatives aux produits titrisés ».

¹³ Hormis l'Ontario, tous les membres des ACVM ont aussi prononcé des décisions générales similaires qui prévoient que l'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas aux opérations sur des titres de créance à court terme effectuées par des institutions financières désignées. Le 5 décembre 2013, ces membres ont proposé d'introduire dans le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* une nouvelle dispense assortie des mêmes conditions que celles prévues par ces décisions, notamment que les titres de créance à court terme aient obtenu une notation désignée et que la dispense soit limitée aux opérations effectuées avec des clients autorisés. L'avis de consultation qui l'accompagnait indiquait que la condition de notation désignée pourrait être modifiée ou supprimée avant l'adoption selon l'issue des travaux menés par d'autres comités des ACVM.

À notre avis, la condition relative aux notations multiples modifiée est nécessaire au maintien des normes minimales de qualité du crédit des billets de trésorerie placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Notre analyse des décisions de dispense nous montre que la grande majorité des émetteurs ayant obtenu une décision de dispense seraient en mesure de se prévaloir de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, modifiée par les propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme. L'émetteur de billets de trésorerie qui n'y aurait pas droit pourrait demander une dispense, qui serait examinée au cas par cas.

3. Questions

Nous aimerions avoir vos commentaires sur les propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme ainsi que des réponses aux questions suivantes :

1. Dans le cadre des propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme, nous proposons une condition relative aux notations multiples modifiée afin de maintenir des normes minimales de qualité de crédit pour les billets de trésorerie émis sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Croyez-vous qu'une telle condition soit nécessaire pour atteindre cet objectif? Dans l'affirmative, la condition proposée est-elle appropriée?
2. La condition de seuil de notation prévue dans les propositions de modifications relatives aux titres de créance à court terme est-elle appropriée? La dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme devrait-elle prévoir un seuil de notation différent? Un seuil inférieur soulèverait-il des préoccupations en matière de protection des investisseurs du fait que des billets de trésorerie moins bien notés seraient placés auprès d'investisseurs moins avertis et informés? Dans l'affirmative, comment pourrions-nous y répondre?
3. Comme la principale condition de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme porte sur les notations, ces dernières favorisent-elles, dans ce contexte, la protection des investisseurs et l'efficience du marché? Existe-t-il d'autres solutions ou conditions qui pourraient améliorer de façon importante la protection des investisseurs ou la stabilité du marché?
4. Faudrait-il exclure de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme les cas où :
 - une agence de notation désignée a annoncé que la notation attribuée aux billets de trésorerie est en cours de révision et peut être abaissée;
 - un abaissement de la notation ferait que les billets de trésorerie ne rempliraient plus la condition de seuil de notation et la condition relative aux notations multiples modifiée?

C. Propositions de modifications relatives aux produits titrisés

1. Contexte

a) Textes de 2011

Dans la foulée de la crise financière mondiale de 2007 et 2008, la titrisation a suscité beaucoup de préoccupations à l'échelle internationale comme source majeure de risque pour la stabilité financière. Tant aux États-Unis qu'en Europe, les autorités de réglementation ont élaboré divers nouveaux règlements ciblant la titrisation, notamment des règlements exigeant la rétention d'un degré minimal de risque de crédit par certaines parties à une opération de titrisation (la « **rétention du risque de crédit** ») et de l'information détaillée sur les créances et les actifs titrisés (par exemple, sur les créances hypothécaires individuelles faisant l'objet de la titrisation).

Les ACVM ont publié les textes de 2011 en vue de recueillir des commentaires sur la nécessité d'entreprendre une réforme en profondeur de la réglementation canadienne des valeurs mobilières applicable à la titrisation¹⁴. Les textes de 2011 présentaient un ensemble de projets de règlements et de modifications :

- le projet de *Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés* (le « Règlement 41-103 »), dont l'Annexe 41-103A1, *Information supplémentaire à fournir dans le prospectus relativement aux produits titrisés* (l'« Annexe 41-103A1 ») (ensemble, le « **projet de règlement sur l'information à fournir dans le prospectus** »);
- le projet de *Règlement 51-106 sur les obligations d'information continue applicables aux produits titrisés* (le « Règlement 51-106 »), dont l'Annexe 51-106A1, *Rapport sur les paiements et la performance des produits titrisés* (l'« Annexe 51-106A1 ») et l'Annexe 51-106A2, *Déclaration d'événement significatif concernant les produits titrisés* (l'« Annexe 51-106A2 ») (ensemble, le « **projet de règlement sur l'information continue** »);
- le projet de Règlement modifiant le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs* (le « Règlement 52-109 »), notamment :
 - le projet d'Annexe 52-109AT1, *Attestation des documents annuels – Émetteur de produits titrisés*;

¹⁴ La publication des textes de 2011 faisait suite à celle 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* (le « **document de consultation sur les BTAA** »). Le document de consultation explorait notamment diverses propositions réglementaires portant sur la vente des BTAA, la réglementation des agences de notation, le rôle des courtiers dans la vente des produits titrisés et les placements dans les BTAA par les OPC marché monétaire. Le 18 juin 2010, les ACVM ont publié l'Avis 45-307 du personnel des ACVM, *Projets réglementaires en matière de titrisation*, qui indiquait qu'elles avaient élargi leur angle d'approche à un examen de la réglementation des valeurs mobilières portant sur tous les produits titrisés, et pas seulement les BTAA, et leur placement, que ce soit au moyen d'un prospectus ou sous le régime de dispenses de prospectus et d'inscription. Cette approche élargie s'inscrivait dans la lignée des préoccupations internationales sur la titrisation comme source majeure de risque pour la stabilité financière.

- le projet d'Annexe 52-109AT1N, *Attestation des documents annuels déposés de nouveau – Émetteur de produits titrisés*;
 - le projet d'Annexe 52-109AT1 - Notice annuelle, *Attestation des documents annuels en raison du dépôt volontaire d'une notice annuelle – Émetteur de produits titrisés*;
 - le projet d'Annexe 52-109AT2, *Attestation des documents intermédiaires – Émetteur de produits titrisés*;
 - le projet d'Annexe 52-109AT2N, *Attestation des documents intermédiaires déposés de nouveau – Émetteur de produits titrisés*;
- (ensemble, les « **projets de modifications relatifs à l'attestation** »).
- des projets de modifications aux textes suivants :
 - le Règlement 45-106, notamment par l'ajout de ce qui suit :
 - le projet d'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme*;
 - le projet d'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information périodique sur les produits titrisés à court terme placés sous le régime d'une dispense de prospectus*;
 - le Règlement 45-102 sur la revente de titres (ensemble, les « **projets de règlements sur les placements dispensés** »).
 - des projets de modifications corrélatives aux textes suivants :
 - 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 51-102 sur les obligations d'information continue (le « Règlement 51-102 ») (ensemble, les « **projets de modifications corrélatives** »).

Le projet de règlement sur l'information à fournir dans le prospectus prévoyait la communication d'information supplémentaire pour les placements de produits titrisés effectués au moyen d'un prospectus. De leur côté, le projet de règlement sur l'information continue et les projets de modifications relatifs à l'attestation prévoyaient des obligations d'information continue et d'attestation applicables aux émetteurs assujettis ayant placé des produits titrisés. L'expression « produit titrisé » a été définie de façon très large dans les textes de 2011 afin d'englober les titres adossés à des actifs et les BTAA classiques, de même que les instruments hybrides combinant la titrisation et les dérivés.

Les projets de règlements sur les placements dispensés auraient eu pour effet de restreindre les placements de produits titrisés effectués sous le régime d'une dispense de prospectus¹⁵ aux investisseurs très avertis au moyen de la dispense pour les investisseurs admissibles en produits titrisés¹⁶. Ces projets de règlements auraient exigé de l'information initiale lors du placement et de l'information continue, même si l'émetteur du produit titrisé n'était pas émetteur assujetti.

¹⁵ La restriction n'aurait pas été appliquée aux produits titrisés émis ou garantis par le gouvernement du Canada.

¹⁶ Ces investisseurs correspondraient à des « clients autorisés » au sens du Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites.

L'avis accompagnant les textes de 2011 renfermait 47 questions. Outre les questions portant sur les projets de règlements et de modifications, nous voulions savoir si nous devions notamment :

- introduire une obligation de rétention du risque de crédit pour les initiateurs et les promoteurs d'opérations de titrisation, y compris des niveaux minimum de rétention pour certains types de produits titrisés;
- exiger la communication d'information au niveau de l'actif ou de la créance;
- interdire aux parties à une opération de titrisation de conclure des opérations donnant lieu à des conflits d'intérêts avec des investisseurs.

b) Survol des principaux commentaires reçus sur les textes de 2011

Nous avons reçu 31 mémoires de la part d'émetteurs, d'investisseurs, de groupes de défense des investisseurs, de banques, de courtiers associés à des banques, d'agences de notation, d'avocats et de groupes d'intérêts. Nous tenons à remercier tous les intervenants pour les commentaires. La liste des intervenants et le résumé des commentaires sont joints à l'Annexe A.

Malgré l'appui manifesté par certains intervenants pour les textes de 2011, la majorité d'entre eux craignaient qu'ils ne soient une réponse disproportionnée par rapport au risque que présente la titrisation au Canada. En particulier, les intervenants craignaient que les projets de règlements sur les placements dispensés ne puissent avoir les conséquences suivantes :

- la stigmatisation injustifiée du marché de la titrisation et une incidence négative possible sur sa liquidité;
- une démarche réglementaire inappropriée « axée sur les produits »;
- l'absence de distinction entre les titres adossés à des actifs à long terme et les produits titrisés à court terme comme les BTAA, les premiers nécessitant une intervention réglementaire plus légère.

c) Autres travaux

En plus d'examiner les commentaires reçus, nous avons également étudié et analysé le marché canadien de la titrisation. Par ailleurs, nous avons :

- consulté de façon informelle les investisseurs du marché canadien de la titrisation, particulièrement ceux investissant dans les BTAA, pour savoir s'ils recevaient suffisamment d'information leur permettant de saisir la nature du titre et les risques et les avantages associés;
- participé à un groupe de travail de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)¹⁷ constitué en vue de revoir la réglementation en matière de titrisation et sa réforme dans le cadre des travaux du CSF sur la titrisation comme une forme de « secteur bancaire parallèle »¹⁸;

¹⁷ L'OICV a publié le rapport final intitulé *Global Developments in Securitisation Regulation* le 16 novembre 2012 (le « **rapport de l'OICV sur la titrisation** »), accessible sur le site Web de l'OICV à l'adresse <http://www.iosco.org>.

¹⁸ Entre autres choses, le CSF traite des préoccupations concernant le secteur de la finance parallèle, notamment le recours massif au financement sur stocks à court terme, divers problèmes d'incitatifs à la titrisation qui ont affaibli les normes en matière de prêts, et un manque général de transparence qui masquait l'effet de levier croissant et

- maintenu un dialogue continu avec les autres autorités canadiennes sur les risques découlant de la titrisation au Canada.

2. Démarche revue

Les commentaires reçus dans le cadre de la consultation et nos autres travaux nous ont amené à conclure que la réforme en profondeur du volet de la réglementation des valeurs mobilières applicable aux produits titrisés qui était envisagée par les textes de 2011 n'est pas nécessaire pour le moment. Ainsi, nous avons décidé de ne pas donner suite à certains aspects qui y étaient prévus, et d'en modifier d'autres substantiellement.

a) Propositions relatives aux produits titrisés placés et négociés sur les marchés publics

Nous n'avons pas l'intention de donner suite à ce qui suit :

- le projet de règlement sur l'information à fournir dans le prospectus;
- le projet de règlement sur l'information continue;
- les projets de modifications relatifs à l'attestation;
- les projets de modifications corrélatives.

Nous observerons l'évolution internationale de la question de l'information exigée des émetteurs de titres adossés à des créances et d'autres produits titrisés sur les marchés publics.

Par ailleurs, nous continuerons d'évaluer la nature et la qualité de l'information incluse dans les prospectus utilisés pour placer les produits titrisés ainsi que l'information continue déposée par les émetteurs assujettis qui en ont placés. Nous sommes à évaluer s'il est nécessaire ou souhaitable de publier un avis du personnel ou d'autres orientations réglementaires précisant nos attentes concernant l'information à fournir dans le prospectus afin de remplir l'obligation de révéler de façon complète, véridique et claire tout fait important relatif au produit titrisé.

b) Propositions relatives aux produits titrisés placés et négociés sur le marché dispensé

Nous ne comptons pas donner suite à la dispense pour les investisseurs admissibles en produits titrisés ni exiger que les produits titrisés placés sous le régime d'une dispense de prospectus ne le soient qu'au moyen de cette dispense. Nous n'imposerons pas non plus de restrictions supplémentaires pour les placements de produits titrisés à long terme effectués sous le régime d'une dispense de prospectus.

Nous avons plutôt élaboré un ensemble de modifications centrées sur les produits titrisés à court terme comme les BTAA, comme il décrit ci-après à la partie **3. Résumé des propositions de modifications relatives aux produits titrisés**. Nous proposons notamment ce qui suit :

- retirer les produits titrisés comme les BTAA de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme;
- introduire une nouvelle dispense de prospectus pour les produits titrisés à l'article 2.35.1 du Règlement 45-106, s'ils répondent aux critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4 (la dispense de

l'asymétrie entre le crédit à long terme et le financement à court terme. Se reporter au <http://www.financialstabilityboard.org/>.

prospectus pour les produits titrisés à court terme), qui ne serait ouverte que pour les BTAA classiques.

c) Motif de la démarche revue

À notre avis, hormis les BTAA non bancaires (qui ne sont plus émis), la titrisation au Canada ne soulève actuellement aucune préoccupation en matière de risque systémique ou de protection des investisseurs qui justifie l'intervention réglementaire d'envergure envisagée dans les textes de 2011.

i) Préoccupations entourant le risque systémique

La crise financière mondiale a démontré que les marchés de titrisation pouvaient constituer une source de risque systémique dans les cas où :

- ils sont susceptibles de détérioration rapide de leur performance et de contraction subite (voire de gel) de leurs activités;
- ils ont une taille appréciable;
- ils ont besoin du soutien des banques et d'autres sociétés financières importantes au moyen de liquidités ou de mécanismes de rehaussement du crédit;
- les perturbations sur ces marchés ont une incidence sur le reste du système financier en raison de l'interdépendance des sociétés et des marchés financiers.

Ces préoccupations sont atténuées dans le cas de la titrisation au Canada pour deux raisons¹⁹.

Tout d'abord, la vaste majorité des produits titrisés canadiens sont des titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (les « **TH LNH** ») et des obligations hypothécaires du Canada. Ces produits titrisés sont garantis par l'État, et ce dernier assure également les hypothèques résidentielles sous-jacentes. Ces garanties expresses expliquent pourquoi la majorité des produits titrisés canadiens n'ont pas entraîné de fuite des investisseurs et de ventes au rabais comme en a connu le secteur des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis ni ne sont sujets à de tels événements.

Deuxièmement, outre sa taille relativement petite, le marché canadien de la titrisation privée (c'est-à-dire qui ne sont pas des TH LNH ni des obligations hypothécaires du Canada) est prudent et assujéti à une surveillance prudentielle. Une grande partie de la titrisation privée ayant actuellement cours (notamment les BTAA) est parrainée par des banques canadiennes réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières (**BSIF**). Les actifs faisant l'objet de la titrisation sont des types classiques d'actifs générant des flux de trésorerie, comme des cartes de crédit, des créances hypothécaires assurés ou ordinaires, des marges de crédit hypothécaires et des prêts-automobile. À l'inverse, les titrisations qui se sont détériorées le plus rapidement étaient adossées à des actifs à levier financier non classiques ou synthétiques (par exemple, des créances hypothécaires à risque et des opérations ultra-prioritaires à levier financier (*leveraged super-senior transactions*) faisant intervenir des swaps sur défaillance), dont les risques n'ont pas été bien compris par les participants au marché. Cette activité de titrisation était parrainée en bonne partie par des entités non bancaires non soumises à une surveillance prudentielle.

¹⁹ Pour plus de renseignements sur ces points, se reporter au rapport sur la finance parallèle, aux pages 61-64.

ii) Préoccupations en matière de protection des investisseurs

Hormis les BTAA non bancaires émis avant la crise financière, les produits titrisés canadiens ne semblent pas soulever de préoccupations plus importantes ou différentes que d'autres types de titres structurés complexes en ce qui a trait à la protection des investisseurs et, partant, ne justifient pas l'élaboration de règlements particuliers à ce type de produits. Depuis la crise financière, aucun BTAA non bancaire n'a été émis, tandis que les conduits de BTAA classiques offrent une information de meilleure qualité aux investisseurs et des dispositions efficaces en matière de liquidités de soutien.

Nous observons par ailleurs que d'autres types de mesures répondent aux préoccupations en matière de protection des investisseurs, notamment :

- la mise en œuvre du règlement sur les agences de notation désignées, qui crée un cadre réglementaire pour les agences de notation désignées souhaitant voir leurs notations mentionnées dans la législation en valeurs mobilières;
- des examens de conformité pour les courtiers en placement et les autres personnes inscrites, et la publication, par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, d'indications sur le contrôle diligent des nouveaux produits, la connaissance du client et l'évaluation de la convenance.

iii) Incitatifs divergents dans la titrisation et obligation de rétention du risque de crédit

Nous souhaitons particulièrement recueillir les avis à savoir si la législation en valeurs mobilières devrait rendre obligatoire la rétention du risque de crédit pour les opérations de titrisation afin de répondre aux préoccupations entourant les incitatifs divergents²⁰. Divers territoires ont introduit des règles imposant une obligation de rétention du risque ou sont en voie de le faire²¹.

Dans le cadre d'opérations de titrisation, sont des incitatifs divergents les incitatifs pour les initiateurs d'actifs ou les promoteurs de la titrisation (les « **titrisateurs** ») à favoriser leurs propres intérêts à l'encontre de ceux des autres parties à la titrisation (les investisseurs au premier titre) et de la stabilité de l'ensemble du marché de la titrisation. Ces incitatifs peuvent donc soulever des préoccupations en matière de risque systémique et de protection des investisseurs.

²⁰ Le rapport de l'OICV sur la titrisation recommande que les territoires qui en sont membres évaluent et élaborent des approches visant à faire coïncider les incitatifs des investisseurs et des titrisateurs dans la chaîne de la titrisation, notamment, s'il y a lieu, par la rétention obligatoire du risque associé aux produits de titrisation.

²¹ En Europe, le paragraphe 1 de l'article 122a de la Directive sur la consolidation bancaire prévoit que les banques européennes ne peuvent être exposées au risque de crédit d'une opération de titrisation que si l'initiateur, le *sponsor* ou le prêteur initial conserve au moins 5 % du risque de crédit. Actuellement, les autorités européennes sont à mettre en œuvre les propositions de Bâle III au moyen d'un règlement européen sur les exigences de fonds propres qui renferme des dispositions semblables à celles prévues au paragraphe 1 de l'article 122a, dont les normes techniques connexes ont été publiées pour consultation en mai 2013. Aux États-Unis, les autorités ont publié pour une deuxième consultation en septembre 2013 des règles visant la mise en œuvre d'obligations en matière de rétention du risque dans la loi intitulée *Dodd-Frank Act*.

Ces incitatifs étaient particulièrement présents dans les deux types d'opérations qui ont contribué en bonne partie à la croissance des activités de titrisation au cours de la période précédant la crise financière.

Titrisations de créances hypothécaires à risque selon le modèle « octroyer et céder » (originate-to-distribute)

Ce type d'opération s'effectuait principalement sur les marchés de titrisation américains. Selon le modèle « octroyer et céder », le prêteur crée des créances hypothécaires à risque en vue de les vendre à un intermédiaire financier, comme une maison de courtage de valeurs, afin de les titriser. N'étant pas exposés au risque de crédit connexe, ces initiateurs n'étaient pas incités à financer correctement ces créances.

Utilisation de techniques de titrisation et de dérivés pour créer des produits de financement structuré

Bon nombre d'opérations impliquaient la création d'instruments hybrides au moyen de techniques de titrisation et de dérivés. Dans le cadre de ces opérations, les actifs financiers sous-jacents n'étaient pas des prêts ou des créances mais plutôt des actifs dits synthétiques. Un type de dérivé, comme un swap sur défaillance, servait à générer des flux de trésorerie afin d'effectuer les versements sur les billets. Bien que ces instruments soient souvent désignés comme des produits titrisés, ils sont plus précisément classés comme des produits de financement structuré ou des produits structurés.

Le produit de financement structuré à long terme le plus connu était le titre synthétique garanti par des créances, et celui à court terme, le BTAA d'arbitrage de crédit adossé à des actifs synthétiques²². Dans les deux cas, le levier financier était souvent utilisé afin d'accroître le rendement versé aux investisseurs.

Dans les deux types d'opérations, les titrisateurs étaient incités à maximiser les produits à court terme provenant des activités de financement structuré en vendant des produits titrisés et de financement structuré adossés à des actifs à levier financier, alors qu'ils auraient plutôt dû évaluer et gérer avec soin les risques associés aux produits hypothécaires à risque ou à de nouvelles techniques complexes de financement structuré. Ces activités ont rapidement fait grimper le niveau de levier financier et de disparité des échéances (dans le cas des BTAA d'arbitrage de crédit), mal compris de la plupart des titrisateurs, investisseurs et autorités. La diminution du rendement des créances hypothécaires à risque a entraîné à la baisse le rendement de ces produits titrisés et structurés. Les activités sur le marché se sont considérablement

²² Lors d'une opération classique sur un titre synthétique garanti par des créances, une entité ad hoc conclut un swap sur défaillance dans lequel la contrepartie (généralement un intermédiaire financier comme une maison de courtage de valeurs) paye pour être protégée contre la défaillance d'un portefeuille de référence constitué d'obligations hypothécaires à risque. L'entité ad hoc émet des billets en faveur des investisseurs dont le produit de la vente sert à financer la garantie du swap sur défaillance. Dans le cas d'une opération sur des BTAA d'arbitrage de crédit, le conduit affecte les fonds tirés de l'émission des BTAA à l'acquisition de billets auprès d'une entité ad hoc comme celle décrite ci-dessus.

contractées et ont même gelé dans certains cas. Ces perturbations ont durement frappé les marchés mondiaux du crédit, ce qui a conduit à la crise financière de 2007 et 2008.

D'après les commentaires reçus sur les textes de 2011 et notre propre analyse, il nous semble évident que le marché canadien de la titrisation d'actifs classiques (par opposition aux actifs synthétiques ou d'arbitrage) dans son ensemble était, et demeure, exempt de tout type d'incitatifs divergents qui favorisent l'utilisation excessive du levier financier et la disparité des échéances dans le système financier. Comme nous l'indiquons ci-dessus :

- les produits de titrisation garantis par l'État représentent une bonne proportion du marché canadien de la titrisation;
- la titrisation privée fait intervenir des actifs classiques;
- les titrisateurs font généralement l'objet d'une surveillance prudentielle.

Une autre différence importante relevée par les intervenants est que le modèle « octroyer et céder » n'est pas courant au Canada.

Au niveau des opérations, les structures de titrisation comportent généralement des rehaussements de crédit qui visent à faire coïncider les incitatifs et les intérêts des titrisateurs avec ceux des investisseurs en exposant l'initiateur au risque de la perte anticipée sur les actifs. Au nombre des rehaussements de crédit, on compte notamment :

- le surdimensionnement des actifs;
- les écarts excédentaires;
- les comptes de réserve qui bloquent ou contiennent des espèces pour payer les investisseurs;
- la subordination.

Les trois premières formes de rehaussement de crédit sont très courantes sur les marchés canadiens de titrisation et contribuent, à notre avis, à l'atteinte des objectifs de rétention obligatoire du risque de crédit.

À la lumière des facteurs susmentionnés, nous ne proposons pas d'introduire une obligation de rétention du risque de crédit. En revanche, nous estimons que les émetteurs tenus de fournir de l'information aux investisseurs devraient transmettre de l'information claire et transparente indiquant :

- si une opération de titrisation a été structurée ou non de manière à faire coïncider les incitatifs économiques et les intérêts des parties à la titrisation avec ceux des investisseurs, et la façon dont elle y arrive;
- si le titrisateur a conservé ou non une part du risque de crédit, et la mesure dans laquelle il l'a fait.

Dans le cas de placements de produits titrisés au moyen d'un prospectus, nous croyons que de l'information pertinente sur la concordance des incitatifs et la rétention du risque de crédit sera généralement nécessaire pour remplir l'obligation de révéler de façon complète, véridique et claire tout fait important. Par ailleurs, nous proposons que cette information soit une condition au projet de dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme, décrit ci-après.

3. Résumé des propositions de modifications relatives aux produits titrisés

a) Modifications du Règlement 45-106

i) Survol

Comme il est exposé ci-dessus, nous sommes d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'adopter la solution globale envisagée dans les textes de 2011. Cependant, la perturbation du marché des BTAA démontre qu'il est temps de changer la façon dont les produits titrisés à court terme comme les BTAA sont placés sous le régime d'une dispense de prospectus. En particulier, la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme actuellement en vigueur ne fait pas la distinction entre les billets de trésorerie et les BTAA, qui sont des types différents de titres de créance à court terme, même si les BTAA soulèvent des préoccupations plus grandes sur le plan de la protection des investisseurs et du risque systémique.

Dans l'optique de la protection des investisseurs, le BTAA :

- est un titre plus complexe en raison de l'utilisation de techniques de titrisation;
- présente un risque de liquidité plus élevé à cause du décalage entre les échéances des actifs sous-jacents et celle du BTAA.

En ce qui concerne le risque systémique, la transformation des échéances et de la liquidité est inhérente aux structures de BTAA. De plus, dans le cas des BTAA d'arbitrage de crédit (et en particulier les instruments fortement exposés aux dérivés de crédit), la croissance rapide de ce secteur au cours des années précédant la crise financière a favorisé l'accumulation de l'effet de levier et le transfert imparfait du risque de crédit.

Pour répondre à ces préoccupations en matière de protection des investisseurs et de risque systémique, nous estimons qu'il devrait y avoir une dispense de prospectus distincte pour les produits titrisés à court terme dont les conditions :

- tiendraient compte des caractéristiques et des risques qui leur sont propres;
- refléteraient l'amélioration des pratiques du marché à la suite de la crise financière.

Cette dispense ne serait ouverte qu'aux BTAA adossés à des actifs classiques.

En outre, bien que nous ne proposons pas d'interdire l'émission de BTAA d'arbitrage de crédit adossés à des actifs synthétiques sous le régime d'une dispense de prospectus, nous estimons que ce type de BTAA hautement complexe (en supposant son retour sur nos marchés) serait généralement émis sous le régime de dispenses de prospectus assorties de conditions relatives à la revente et exigeant le dépôt de déclarations de placement avec dispense.

Par conséquent, nous proposons ce qui suit :

- exclure le placement des produits titrisés à court terme de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, de la dispense de prospectus pour les émetteurs fermés, de la dispense de prospectus pour les amis et les parents, de la dispense de prospectus pour les fondateurs et de la dispense de prospectus pour la notice d'offre;
- créer une dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme dans le nouvel article 2.35.1 du Règlement 45-106, s'ils répondent aux critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4, dispense qui prévoit un certain nombre de conditions auxquelles le produit titrisé à court terme est soumis;
- prévoir une notice d'information (Annexe 45-106A7) et certains documents d'information continue, y compris un rapport d'information mensuel (Annexe 45-106A8) et des rapports d'information occasionnelle.

ii) Principales caractéristiques de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme

Les principales caractéristiques de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme sont présentées ci-dessous.

Deux notations – sous-par. i et ii du par. a de l'art. 2.35.2

Un conduit qui émet des produits titrisés à court terme serait tenu d'obtenir une notation d'au moins deux agences de notation désignées. Chaque notation devrait être égale ou supérieure à un niveau minimal prescrit, qui serait plus élevé que celui proposé pour les billets de trésorerie. Nous estimons que cette obligation trouve sa justification dans la complexité accrue et le risque de liquidité plus grand des BTAA. La dispense n'est pas ouverte au produit titrisé à court terme dont l'une des notations fait l'objet d'un examen par l'agence de notation désignée concernée et si le conduit peut raisonnablement s'attendre à ce que, à la suite de cet examen, la notation soit retirée ou abaissée sous le niveau minimal prescrit.

Liquidités de soutien prescrites – sous-par. iii et iv du par. a de l'art. 2.35.2; art. 2.35.3

Pour améliorer la protection des investisseurs et réduire la dépendance à l'égard des notations, nous avons proposé certaines obligations de liquidités de soutien, notamment :

- une ligne de liquidité « globale » afin que le fournisseur de liquidités soit tenu de fournir des fonds visant à payer les BTAA arrivant à échéance en toutes circonstances, sauf en cas de faillite ou d'insolvabilité du conduit ou de défaillance des actifs sous-jacents;
- l'obligation que le fournisseur de liquidités soit une institution de dépôt réglementée par le BSIF ou une autorité de réglementation provinciale similaire;
- l'obligation que le fournisseur de liquidités ait des notations à long terme établies par au moins deux agences de notation désignées qui sont égales ou supérieures au niveau minimal prescrit.

Actifs autorisés – par c de l'art. 2.35.2

Le conduit qui se prévaut de la dispense devrait s'engager par contrat à ce que son portefeuille d'actifs ne se compose que de catégories d'actifs classiques, comme des obligations, des baux, des créances hypothécaires et des créances clients. Les titres d'autres conduits assujettis aux mêmes restrictions en matière de catégories d'actifs seraient autorisés. Cette condition a pour

objectif d'empêcher tout conduit dont le portefeuille d'actifs comprend des dérivés de crédit ou des produits de crédit très structurés ou à fort effet de levier de se prévaloir de la dispense.

Notice d'information obligatoire – sous-par. a du par. 1 de l'art. 2.35.4; Annexe 45-106A7

Nous proposons que le conduit soit tenu d'établir une notice d'information dans une forme prescrite et de la mettre à la disposition des investisseurs avant qu'ils n'investissent dans le produit titrisé à court terme. L'information serait exigée aux fins suivantes :

- refléter l'amélioration des pratiques observées sur le marché des BTAA en matière de présentation de l'information;
- harmoniser l'information à fournir avec celle exigée par la Banque du Canada pour accepter les BTAA comme sûretés dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités;
- établir une norme minimale pour l'information à fournir;
- favoriser la présentation normalisée de l'information.

Nous proposons notamment d'exiger la présentation d'information sur les sujets suivants :

- les directives d'investissement du conduit, y compris l'information relative aux limites de concentration et de corrélation, à la qualité de crédit des actifs et aux initiateurs des actifs;
- le crédit de trésorerie;
- les rehaussements de crédit;
- le droit de propriété d'un investisseur sur les actifs du conduit et son droit de priorité sur les actifs;
- les dispositions prises pour protéger le porteur de toute détérioration importante de la performance du portefeuille d'actifs;
- la performance antérieure du conduit ou des parties importantes à l'opération de titrisation.

Obligation contractuelle de fournir de l'information continue – sous-par. c du par. 1 de l'art. 2.35.4; par. 5, 6 et 7 de l'art. 2.35.4; Annexe 45-106A8

Nous proposons d'exiger du conduit qu'il s'engage par contrat auprès des investisseurs à fournir certains documents d'information continue. Le premier document consiste en un rapport d'information mensuel qui devrait être établi et mis à la disposition des investisseurs dans un délai de 30 jours suivant la fin du mois. Ce rapport faciliterait la présentation aux investisseurs d'information normalisée sur les actifs sous-jacents aux BTAA. Étant donné que la notice d'information peut être établie avant l'acquisition par le conduit d'un portefeuille d'actifs, le rapport d'information mensuel vise à fournir aux investisseurs de l'information sur les actifs actuellement détenus et sur tout changement qui y serait apporté, de l'information sur le programme et les mouvements de fonds ainsi qu'un résumé des opérations de titrisation pour la période pertinente.

Le deuxième document consiste en un rapport d'information occasionnelle qui serait requis dans les circonstances suivantes :

- un changement dans l'information figurant dans le dernier rapport d'information mensuel;
- un événement dont on peut raisonnablement penser qu'il aura une incidence importante sur les paiements effectués sur cette catégorie de produits titrisés à court terme ou sur la performance des actifs composant le portefeuille d'actifs.

Nous proposons de limiter l'obligation de fournir un rapport d'information occasionnelle aux circonstances dans lesquelles cette information serait raisonnablement nécessaire à un investisseur pour prendre une décision d'investissement éclairée.

Information sur la rétention du risque et la concordance des intérêts et des incitatifs – rubrique 11 de l'Annexe 45-106A8

Nous estimons important que la mesure dans laquelle la structure du BTAA fait concorder les incitatifs des parties importantes avec les intérêts de l'investisseur, le cas échéant, soit indiquée de façon claire. Nous proposons donc d'exiger la présentation d'information sur la rétention du risque et la concordance entre les incitatifs et les intérêts dans le rapport d'information mensuel.

Mise à disposition de l'information aux investisseurs et autorités en valeurs mobilières – art. 2.35.4

La notice d'information, les rapports d'information mensuels et les rapports d'information occasionnelle doivent être mis raisonnablement à la disposition des investisseurs et des autorités en valeurs mobilières. Étant conscients que des opérations sur des BTAA sont effectuées sur le marché dispensé, nous ne proposons pas d'exiger le dépôt de ces documents d'information auprès des autorités en valeurs mobilières. Les conduits devraient toutefois s'engager à leur transmettre le rapport d'information mensuel et le rapport d'information occasionnelle sur demande.

iii) Propositions de modifications à la déclaration de placement avec dispense

Nous proposons de nouveau de modifier la déclaration de placement avec dispense pour ajouter la catégorie des conduits de titrisation dans les secteurs d'activités, ce qui nous permettra de recueillir des renseignements sur certains placements de produits titrisés effectués sous le régime d'une dispense.

b) Projet de modifications corrélatives du Règlement 25-101

Les propositions de modifications relatives aux produits titrisés contiennent une définition de l'expression « produit titrisé » qui diffère de celle des textes de 2011. La définition modifiée reflète la nature plus ciblée de ces propositions de modifications.

Le Règlement 25-101 contient actuellement une définition de l'expression « produit titrisé » qui est différente de celle que nous proposons. Pour ne pas avoir deux définitions de la même expression, nous proposons de remplacer l'expression « produit titrisé » du Règlement 25-101 par l'expression « produit de financement structuré ». À notre avis, cette dernière désigne plus précisément les titres visés par la définition actuelle du Règlement 25-101, qui inclut les produits titrisés classiques ainsi que les titres hybrides faisant intervenir des activités de titrisation et des dérivés.

c) Propositions de modifications à l'Instruction générale 45-106

Nous proposons de modifier l'Instruction générale 45-106 par l'ajout du nouvel article 4.6.1 prévoyant des indications sur les sujets suivants :

- la portée de l'expression « produit titrisé à court terme »;

- la façon de rendre un document « raisonnablement accessible »;
- les parties qui, selon nous, constituent des « parties importantes » à une opération de titrisation.

d) Résumé des commentaires sur les textes de 2011 portant sur les propositions de modifications relatives aux produits titrisés

Pour rédiger les propositions de modifications relatives aux produits titrisés, nous nous sommes fondés sur certains commentaires reçus à l'égard des textes de 2011 qui portent sur les BTAA et les produits titrisés à court terme. Un résumé de ces commentaires accompagné de nos réponses figure à l'Annexe A du présent avis.

4. Questions

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires sur l'ensemble des propositions de modifications relatives aux produits titrisés et à répondre aux questions suivantes :

1. Nous n'interdisons pas le placement de produits titrisés à court terme qui ne respectent pas les conditions de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme (par exemple, les BTAA d'arbitrage de crédit) sous le régime d'autres dispenses de prospectus telles que les dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale.
 - a) Devrait-on interdire la vente de certains types de produits titrisés à court terme sous le régime d'une dispense de prospectus?
 - b) Est-il probable que des produits titrisés à court terme soient vendus sous le régime d'autres dispenses de prospectus que la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme? Le cas échéant, de quelles dispenses s'agirait-il? Quels sont les facteurs déterminant la probabilité que cela se produise?
 - c) Y a-t-il d'autres types de produits structurés ou de produits de financement structurés qui ne sont pas couverts par la définition de l'expression « produit titrisé », mais qui ne devraient pas être émis sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme? Devrait-on englober dans les produits exclus de cette dispense tous les titres de créance à court terme qui sont des instruments de financement structurés?
2. Les obligations relatives aux notations (deux notations à un niveau minimal prescrit) applicables aux produits titrisés à court terme vendus sous le régime de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme sont-elles appropriées?
3. Nous avons prévu un certain nombre d'obligations en matière de crédit de trésorerie pour gérer le risque de liquidité découlant du décalage des échéances des BTAA.
 - a) Les politiques de la Banque du Canada concernant l'admissibilité des sûretés en vertu de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités prévoient que les promoteurs des conduits émettant des BTAA doivent avoir obtenu certaines notations, contrairement aux

fournisseurs de liquidités. La dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme devrait-elle, elle aussi, prévoir des règles sur les types d'entités autorisées à agir comme promoteur de conduits de BTAA (y compris sur les notations de ces entités)?

- b) Est-il courant que le promoteur ne soit pas également le fournisseur de liquidités?
 - c) Pour réduire le risque associé au fait de ne se fier qu'à une seule notation d'une agence de notation désignée, nous proposons que le fournisseur de liquidités soit tenu d'obtenir deux notations. Êtes-vous d'accord?
 - d) Les niveaux minimaux de notation qui sont proposés pour le fournisseur de liquidités sont-ils appropriés?
 - e) Nous avons proposé que le fournisseur de liquidités soit assujéti à la réglementation prudentielle du BSIF ou d'une autorité de réglementation provinciale. Cette décision poserait-elle problème aux programmes actuels de BTAA? Dans quelle mesure les banques étrangères, non régies par le BSIF, agissent comme fournisseurs de liquidités auprès des conduits canadiens?
 - f) Si nous permettions aux banques étrangères (non assujétiées à la surveillance du BSIF) d'agir à titre de fournisseurs de liquidités, dans quelle mesure serait-il approprié d'exiger qu'elles se conforment à Bâle III? Qu'y aurait-il à craindre si les banques américaines étaient autorisées à agir comme fournisseurs de liquidités sans être assujétiées à Bâle III?
 - g) Les circonstances dans lesquelles il est proposé de permettre au fournisseur de liquidités de ne pas avancer de fonds sont-elles appropriées?
4. La dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme est ouverte pour les produits titrisés à court terme qui permettent d'acquérir, par voie de conversion ou d'échange, un autre produit titrisé à court terme qui donnerait droit à la dispense ou sont assortis d'un droit de souscrire de tels titres. Cette proposition est-elle appropriée?
5. Outre ceux visés au paragraphe *c* de l'article 2.35.2 sur la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme, un conduit devrait-il être autorisé à détenir d'autres actifs? Ces actifs se trouvent-ils sur le marché canadien des BTAA?
6. Y a-t-il d'autres événements importants dont les investisseurs pourraient souhaiter être informés qui ne figurent pas dans les événements donnant lieu à l'obligation de produire un rapport d'information occasionnelle?
7. Compte tenu de sa longueur et de l'ajout de deux annexes s'y rapportant, la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme, avec les nouvelles annexes, devrait-elle faire l'objet d'un règlement distinct pour en faciliter la consultation, au lieu de faire partie du Règlement 45-106?

8. Les propositions de modifications relatives aux produits titrisés n'obligent pas les émetteurs qui placent des BTAA sous le régime de la dispense de prospectus pour produits titrisés à court terme à déclarer ces placements aux autorités en valeurs mobilières. Aux fins de la surveillance des tendances du marché et de l'accumulation du risque :
- a) quelle information devrait être mise à la disposition des autorités en valeurs mobilières et autres autorités de surveillance du risque systémique au sujet des BTAA qui sont placés, en circulation ou négociés;
 - b) quels seraient les moyens les plus efficaces ou efficients à la disposition des émetteurs de BTAA pour déclarer l'information;
 - c) à quelle fréquence les émetteurs devraient-ils déclarer l'information pour qu'il y ait un juste compromis entre les ressources nécessaires pour produire la déclaration et l'importance de disposer d'information à jour?

G. Consultation

1. Consultation

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires sur les projets de modifications et à répondre aux questions ci-dessus.

Les commentaires reçus seront mis à la disposition du public sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.on.ca, sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de certaines autres autorités en valeurs mobilières. Par conséquent, il est conseillé de ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

2. Transmission des commentaires

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **23 avril 2014** en format Microsoft Word pour Windows.

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM ci-dessous :

British Columbia Securities Commission

Alberta Securities Commission

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Autorité des marchés financiers

Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)

Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard

Nova Scotia Securities Commission

Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador

Surintendant des valeurs mobilières, Yukon

Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest

Surintendant des valeurs mobilières, 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 générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télec. : 514 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Denise Weeres
Manager, Legal, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
250-5th Street S.W.
Calgary (Alberta) T2P OR4
denise.weeres@asc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télec. : 416 593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

3. Questions

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

Michel Bourque
Conseiller en réglementation
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4466
michel.bourque@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

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

Agnes Lau
Senior Advisor – Technical & Projects,
Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 297-8049
agnes.lau@asc.ca

Winnie Sanjoto
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 593-8119
wsanjoto@osc.gov.on.ca

Neeti Varma
Senior Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 593-8067
nvarma@osc.gov.on.ca

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

Annexe A

Liste des intervenants de la consultation sur les textes de 2011 et Résumé des commentaires reçus sur les textes de 2011 concernant les propositions de modifications relatives aux produits titrisés

Liste des intervenants de la consultation sur les textes de 2011

RBC Marchés des Capitaux
Desjardins
DBRS
TingleMerret LLP
American Automotive Leasing Association
Scott Venturo LLP
Stikeman Elliott s.r.l.
SecureCare Investments Inc.
Ally Credit Canada Limited
Financière Banque Nationale Inc.
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada)
Moody's Canada Inc.
Banque Canadienne Impériale de Commerce
Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.
Standard & Poor's
Banque de développement du Canada
Association Canadienne de Financement & de Location
Valeurs Mobilières TD inc.
Exempt Market Dealers Association of Canada (EMDA)
Siskinds
American Securitization Forum
BMO Marchés des Capitaux
Olympia Trust Company
Association des banquiers canadiens
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
Borden Ladner Gervais s.r.l.
Scotia Capitaux Inc.
Merrill Lynch Canada Inc.
Banque Manuvie
CNH Capital America LLC
Fleming LLP

Résumé des commentaires reçus sur les textes de 2011 concernant les propositions de modifications relatives aux produits titrisés

1. Notice d'information obligatoire pour le placement de produits titrisés à court terme sur le marché dispensé

Les textes de 2011 prévoyaient l'obligation pour l'émetteur de produits titrisés à court terme d'établir une notice d'information dans une forme prescrite comme condition à la dispense pour les investisseurs admissibles en produits titrisés.

Nous avons reçu un certain nombre de commentaires sur la question, dont les suivants :

- Exiger l'établissement d'une notice d'information pour le placement de produits titrisés à court terme et en prévoir la forme peut avoir une incidence négative sur le marché des BTAA. La notice d'information contient suffisamment de renseignements sur les produits titrisés à court terme; il faudrait exiger ces mêmes renseignements pour les produits titrisés à long terme.
- Il est nécessaire de prévoir la forme de la notice d'information. L'inclusion dans celle-ci de renseignements relatifs au programme ne devrait pas présenter de difficulté. D'autres éléments d'information propres à chaque opération changent fréquemment, voire quotidiennement. Il n'est donc pas possible de regrouper cette information ni de la mettre à jour pour l'ensemble des opérations de façon journalière, de l'insérer dans une notice d'information mise à jour et de la transmettre aux investisseurs. Il convient mieux de communiquer l'information sur une opération en particulier dans les rapports mensuels aux investisseurs plutôt que par l'intermédiaire d'une notice d'information.
- Il ne devrait pas être nécessaire de normaliser la forme de la notice d'information, pourvu qu'elle contienne l'information exigée.
- L'information obligatoire à fournir sur les produits titrisés à court terme devrait être calquée sur les exigences d'information de la Banque du Canada figurant parmi les conditions d'admissibilité de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités.
- Si tous sont tenus de présenter l'information sous une forme similaire, il sera plus facile d'établir des distinctions entre les produits et d'en évaluer les qualités ainsi que le risque qui y est associé.
- Au Canada, comme les seuls BTAA encore émis sont des BTAA bancaires, il est inutile d'exiger la présentation de certains éléments d'information sur les produits titrisés à court terme comme les BTAA.

Nous estimons toujours qu'il est approprié de prévoir la forme de la notice d'information pour les produits titrisés à court terme. La transparence et la comparabilité de l'information seront rehaussées, ce qui améliorera la protection des investisseurs en plus de réduire le risque de perturbations déstabilisantes du marché. Afin de réduire tout fardeau réglementaire inutile et tout double emploi, nous nous sommes efforcés d'harmoniser les projets avec l'information exigée

par la Banque du Canada pour l'acceptation des sûretés dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Nous n'exigeons pas non plus l'inclusion dans la notice d'information de données sur des opérations en particulier, mais avons plutôt introduit le concept selon lequel la notice d'information et les autres documents d'information continue doivent être mis raisonnablement à la disposition du souscripteur avant le placement.

2. Obligations d'information continue applicables aux produits titrisés à court terme placés sur le marché dispensé

Les textes de 2011 prévoyaient comme condition à la dispense pour les investisseurs admissibles en produit titrisé l'obligation pour l'émetteur de produits titrisés à court terme d'établir l'information mensuelle prescrite.

Nous avons reçu des commentaires favorables et défavorables aux obligations d'information continue, dont les suivants :

- Le fait de prévoir les données à présenter peut aider les investisseurs en uniformisant les rapports mensuels.
- En raison de l'effet cumulatif des projets d'obligations, les conduits de BTAA semblent tenus de maintenir l'information à jour pratiquement de façon journalière. La pression sur les ressources et l'incidence sur les coûts, qui seraient transférées à l'initiateur, pourraient bien suffire à détruire un modèle économique donnant accès à une source de financement d'une importance primordiale sur le marché canadien. Ces éléments d'information ne devraient être requis que dans le cadre de l'information continue communiquée mensuellement.
- Le délai de 15 jours suivant la fin de chaque mois pour transmettre les rapports mensuels et les afficher sur un site Web devrait être prolongé à 45 jours.

Pour réduire tout fardeau réglementaire inutile ou tout double emploi, nous nous sommes efforcés d'harmoniser nos projets avec ce qui suit :

- l'information exigée par la Banque du Canada pour l'acceptation de sûretés dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités;
- l'information que les conduits de BTAA doivent fournir à DBRS pour publication dans les rapports mensuels de celle-ci sur les BTAA.

Nous modifions en outre divers délais applicables à l'information continue à fournir pour les produits titrisés à court terme conformément à la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme. De plus, les émetteurs ne seraient pas tenus de tenir la notice perpétuellement à jour.

3. Transmission aux autorités en valeurs mobilières des documents d'information prescrits sur les produits titrisés à court terme et accès du public à ces documents

Dans les textes de 2011, nous demandions aux intéressés si l'information continue à fournir à l'égard des produits titrisés à court terme placés sous le régime de la dispense pour les

investisseurs admissibles en produits titrisés devrait être rendue publique, et si les documents concernés devraient être transmis aux autorités en valeurs mobilières.

Un investisseur a déclaré que, même si les produits titrisés ne sont généralement pas offerts au public, une obligation d'information plus large favoriserait la transparence sur le marché et aiderait les autres investisseurs à mieux évaluer les risques. L'information continue devrait être mise à la disposition du public à moins qu'elle ne concerne des conventions de placement privé. Un intervenant a indiqué que l'obligation pour les émetteurs non assujettis de fournir l'information aux autorités en valeurs mobilières serait pour ceux-ci un fardeau administratif inutile ne présentant aucun avantage notable.

Nous estimons que le concept consistant à mettre la notice d'information et l'information continue raisonnablement à la disposition des investisseurs rend le marché suffisamment transparent sans imposer de fardeau administratif inutile. Nous avons modifié nos projets de façon à ce que les émetteurs de produits titrisés à court terme soient tenus de transmettre le rapport mensuel et le rapport d'information occasionnelle aux autorités en valeurs mobilières non pas de façon systématique, mais sur demande.

4. Sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse dans la notice d'information et les documents d'information continue; droit de résolution de deux jours

Dans les textes de 2011, nous indiquions être d'avis que les investisseurs devraient disposer de droits d'action légaux ou de droits contractuels équivalents contre l'émetteur, le promoteur des produits titrisés et les preneurs fermes pour information fausse ou trompeuse dans la notice d'information.

Certains intervenants sont en faveur de ce concept, alors que d'autres s'y opposent. Un intervenant recommande d'ajouter les promoteurs (*promoters*) à cette liste. D'autres sont en désaccord et indiquent que les produits titrisés placés sous le régime d'une dispense de prospectus ne devraient pas être traités différemment des autres titres de créance et de capitaux propres.

Parmi les commentaires portant précisément sur cette question se trouvent les suivants :

- l'accent mis par le projet sur le risque d'information fausse ou trompeuse sur le marché canadien de la titrisation, dominé par les principales banques et sociétés de financement canadiennes, est disproportionné;
- l'obligation d'établir une notice d'information comprenant des droits d'action légaux est indûment contraignante et ferait directement augmenter le coût des opérations de financement;
- la création d'un régime de placement privé distinct pour les produits titrisés, qui comprendrait notamment des droits d'action légaux contre les émetteurs, promoteurs et preneurs fermes pour information fausse ou trompeuse dans la notice d'information, donnerait aux investisseurs l'impression que les produits titrisés, y compris les produits titrisés à court terme, sont intrinsèquement plus risqués, même si cette croyance est injustifiée;

Nous avons aussi précisé que, selon nous, il y aurait lieu de prévoir un droit d'action légal pour information fausse ou trompeuse dans l'information continue fournie par l'émetteur de produits titrisés sur le marché dispensé. Nous avons encore une fois reçu des commentaires tant favorables que défavorables à ce concept.

Nous avons demandé aux intéressés si l'on devrait conférer à l'investisseur le droit de résoudre une souscription dans les deux jours suivant l'investissement dans une opération de titrisation. Un intervenant estime que ce serait impossible à mettre en pratique dans le cas des produits titrisés à court terme, puisque les opérations sur des titres du marché monétaire sont réglées le même jour. De plus, un tel droit créerait de l'incertitude qui se répercuterait sur la capacité de l'émetteur de financer ses obligations continues à l'égard des BTAA en circulation ainsi que les obligations qui lui incombent en vertu des diverses opérations de titrisation auxquelles il est partie.

À la lumière des commentaires susmentionnés et des autres conditions auxquelles l'émission de BTAA sous le régime d'une dispense de prospectus est subordonnée, nous n'estimons pas nécessaire d'introduire des droits d'action légaux autres que ceux qui existent déjà dans un territoire donné pour information fausse ou trompeuse dans la notice d'information ou les documents d'information continue. À notre avis, un droit de résolution de deux jours n'est pas non plus nécessaire ou applicable.