

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

Le 19 février 2015

A. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** » ou « **nous** ») apportent des modifications au *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « **Règlement 45-106** ») aux fins suivantes, notamment :

- la modification des obligations relatives aux titres de créance à court terme à remplir pour leur placement sous le régime de la dispense de prospectus prévue à l'article 2.35 du Règlement 45-106 (la « **dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme** »);
- le retrait, pour les produits titrisés comme les billets de trésorerie adossés à des actifs (les « **BTAA** »), de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme;
- 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, selon les critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4 (la « **dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme** »); la dispense ne serait ouverte que pour les produits titrisés à court terme qui satisfont à certaines conditions.

Nous apportons également des modifications à l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (l'« **Instruction générale 45-106** ») ainsi que des 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** »).

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents et de certaines dispositions transitoires décrites plus en détail ci-après, le *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* et le *Règlement modifiant le Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* entreront en vigueur le 5 mai 2015.

Les modifications à l'Instruction générale 45-106 entreront également en vigueur le 5 mai 2015.

B. Modifications relatives aux titres de créance à court terme

1. Objet

Nous modifions l'article 2.35 du Règlement 45-106 (les « **modifications relatives aux titres de créance à court terme** ») afin de changer 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.

À l'heure actuelle, les titres de créance à court terme doivent respecter les conditions suivantes pour le placement sous le régime de la dispense :

Type de condition	Modalités
Seuil de notation	Le titre de créance à court terme a obtenu au moins une notation égale ou supérieure à : <ul style="list-style-type: none">• R-1 (faible), de DBRS Limited (« DBRS »);• F1, de Fitch, Inc. (« Fitch »);• P-1, de Moody's Canada Inc. (« Moody's Canada »);• A-1 (faible), de Standard & Poor's Ratings Services (Canada) (« S&P Canada »).
Notations multiples	Les titres de créance à court terme n'ont pas de notation inférieure à celles prévues par la condition relative au seuil de notation.

Les modifications modifieront la condition relative au seuil de notation. Comme conséquence directe, les titres de créance à court terme devront respecter les conditions suivantes :

Type de condition	Modalités
Seuil de notation (inchangée)	Le titre de créance à court terme a obtenu au moins une notation égale ou supérieure à : <ul style="list-style-type: none"> • R-1 (faible), de DBRS; • A-1 (faible) (échelle canadienne), de S&P Canada • P-1, de Moody's Canada; • F1, de Fitch.
Notations multiples (modifiée)	Les titres de créance à court terme n'ont pas de notation inférieure aux suivantes : <ul style="list-style-type: none"> • R-1 (faible), de DBRS; • F-2, de Fitch; • P-2, de Moody's Canada; • A-1 (faible) (échelle canadienne) ou A-2 (échelle mondiale), de S&P Canada.

Les modifications visent :

- la suppression des mesures réglementaires dissuadant certains émetteurs de billets de trésorerie d'obtenir une notation supplémentaire;
- l'harmonisation du traitement des émetteurs de billets de trésorerie qui ont un risque de crédit semblable;
- le maintien de 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.

2. Contexte

Les modifications relatives aux titres de créance à court terme ont été publiées le 23 janvier 2014 pour une période de consultation de 90 jours.

3. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

Au cours de la période de consultation, nous avons reçu six mémoires au sujet des modifications. Nous avons étudié les commentaires des intervenants et les remercions de leur participation. Leurs noms figurent à l'Annexe A avec un résumé des commentaires accompagné de nos réponses.

4. Résumé des changements apportés aux modifications publiées pour consultation

Nous avons apporté un seul changement à la version des modifications publiée pour consultation, à savoir les notations prescrites pour S&P Canada.

S&P Canada publie des notations selon son échelle canadienne ou son échelle mondiale. La condition relative aux notations multiples qui était proposée ne précisait pas si la notation A-2 de S&P Canada était fonction de l'une ou l'autre échelle. Les notations prévues sont maintenant A-1 (faible) sur l'échelle canadienne et A-2 sur l'échelle mondiale¹.

Comme ce changement ne nous semble pas important, nous ne publions pas les modifications relatives aux titres de créance à court terme de nouveau pour consultation.

5. Entrée en vigueur

Sous réserve des approbations nécessaires, les modifications relatives aux titres de créance à court terme entreront en vigueur le 5 mai 2015.

C. Modifications relatives aux produits titrisés à court terme

1. Objet

Nous apportons plusieurs modifications au Règlement 45-106 portant sur le placement de produits titrisés à court terme sous le régime d'une dispense de prospectus (les « **modifications relatives aux produits titrisés à court terme** »). Celles-ci ont pour but :

- de répondre à des préoccupations en matière de protection des investisseurs et de risque systémique associées à certains types complexes de produits titrisés à court terme émis avant la crise financière qu'a connue le Canada, par exemple les BTAA non bancaires;
- de nous permettre de recueillir de l'information sur les placements de produits titrisés effectués sous le régime de dispenses de prospectus en vertu du Règlement 45-106, dont celles pour investisseur qualifié (article 2.3) et pour investissement d'une somme minimale (article 2.10).

Les modifications portant sur les produits titrisés sont les suivantes :

- Les dispenses de prospectus suivantes ne seront pas ouvertes pour le placement de produits titrisés à court terme :
 - celle pour les titres de créance à court terme;
 - celle pour les émetteurs fermés prévue à l'article 2.4 (la « **dispense de prospectus pour les émetteurs fermés** »);
 - celles pour les amis, les parents et les partenaires prévues aux articles 2.5 et 2.6 (la « **dispense de prospectus pour les amis et les parents** »);

¹ Pour en savoir davantage sur l'équivalence entre les notations sur l'échelle canadienne et sur l'échelle mondiale, se reporter au document intitulé « Standard and Poor's Rating Definitions » publié le 20 novembre 2014.

Disponible en anglais seulement à l'adresse suivante :

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1221284&SctArtId=198387&from=C&M&nsI_code=LIME.

- celle pour les fondateurs, les personnes participant au contrôle et les parents prévue à l'article 2.7 (la « **dispense de prospectus pour les fondateurs** »);
 - celle 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 sera prévue à l'article 2.35.1, selon les critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4.
 - Les émetteurs (c'est-à-dire les conduits) qui placent des titres sous le régime de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme sont tenus de fournir l'information suivante :
 - de l'information sur le conduit, y compris sur sa structure, son entreprise et ses activités, dans une notice d'information établie conformément à l'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme placés en vertu de l'article 2.35.1* (la « **notice d'information** ») au plus tard à la date à laquelle un souscripteur souscrit un produit titrisés à court terme;
 - de l'information mensuelle sur le conduit, notamment les opérations visant des actifs, les portefeuilles d'actifs et la performance de ceux-ci, dans un rapport établi conformément à l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information mensuel sur les produits titrisés à court terme placés en vertu de l'article 2.35.1* (le « **rapport d'information mensuel** ») dans un délai de 50 jours suivant la fin du dernier mois;
 - de l'information occasionnelle sur certains événements significatifs se rapportant à la notation du conduit et au remboursement du capital et au versement des intérêts au plus tard le 2^e jour ouvrable après que le conduit a eu connaissance du changement ou de l'événement.
 - L'Annexe 45-106A1, *Déclaration de placement avec dispense* et l'Annexe 45-106A6, *Déclaration de placement avec dispense de la Colombie-Britannique* (chacune une « **déclaration de placement avec dispense** ») prévoient un nouveau secteur d'activité pour les émetteurs de produits titrisés, ce qui nous permettra de recueillir des données sur le placement de produits titrisés sous le régime d'autres dispenses de prospectus².

Nous modifions également l'Instruction générale 45-106 par l'ajout d'indications sur certains aspects de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme.

2. Contexte

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

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

- 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 titrisés 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.

Après examen des commentaires et analyse plus approfondie, nous avons décidé de ne pas donner suite aux aspects des textes de 2011 qui portent sur les obligations de prospectus et d'information continue, ni à ceux liés à 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 ceux qui viennent à échéance un an ou plus après la date d'émission. Nous avons conclu qu'une réforme en profondeur du volet de la réglementation applicable aux produits titrisés envisagée par les textes de 2011 n'était pas nécessaire pour le moment.

Le 23 janvier 2014, nous avons publié pour une période de consultation de 90 jours des modifications relatives aux produits titrisés plus ciblées (les « **textes de 2014** ») qui s'intéressaient principalement aux produits titrisés à court terme, essentiellement les BTAA. Les textes de 2014 proposaient 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 relative à 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, selon les critères prévus aux articles 2.35.2 à 2.35.4, et un certain nombre de conditions pour le produit titrisé à court terme;
- prévoir une notice d'information, des rapports d'information mensuels et des rapports d'information occasionnelle.

3. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

Au cours de la consultation, nous avons reçu 14 mémoires. Nous avons étudié les commentaires des intervenants et les remercions de leur participation. Leurs noms figurent à l'Annexe A avec un résumé des commentaires accompagné de nos réponses.

4. Résumé des changements apportés aux modifications publiées pour consultation

En réponse aux commentaires, la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme, les annexes concernées et les modifications à l'Instruction générale 45-106 qui sont adoptées diffèrent sur certains points des textes de 2014. Comme ces changements ne sont pas

importants, nous ne publions pas les modifications relatives aux produits titrisés à court terme pour une autre consultation.

Aucun changement n'a été apporté au projet de modifications du règlement sur les agences de notation désignées qui figurait dans les textes de 2014.

a) Dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme

Les principales conditions de cette dispense sont les suivantes :

- le conduit doit avoir conclu une convention sur les liquidités « de type international » avec une institution financière compétente;
- les portefeuilles d'actifs du conduit ne contiennent aucun actif synthétique;
- de l'information est fournie sur les points suivants :
 - la structure, l'entreprise et les activités du conduit;
 - la performance des actifs composant le ou les portefeuilles d'actifs du conduit;
 - les événements ayant une incidence sur le remboursement du capital ou le versement des intérêts.

Nous avons mieux défini certains aspects de ces conditions afin qu'elles correspondent mieux à la pratique du marché tout en conservant les éléments centraux de la dispense. Certains des changements apportés sont décrits ci-dessous.

i) Modification des obligations relatives aux notations des produits titrisés à court terme

À l'origine, nous avons proposé que les produits titrisés à court terme émis sous le régime de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme soient tenus d'obtenir au moins deux notations, toutes deux égales aux catégories de notation les plus élevées suivantes :

- R-1(élevé)(fs), de DBRS;
- F1+fs, de Fitch;
- P-1(fs), de Moody's Canada;
- A-1(élevée)(fs), de S& P Canada.

Nous avons modifié cette condition. Les produits titrisés à court terme devront toujours obtenir deux notations, mais seulement une devra correspondre à la catégorie de notation la plus élevée. La deuxième notation et celles qui suivent, le cas échéant, ne pourront être inférieures aux catégories suivantes :

- R-1(faible) (fs), de DBRS;
- F-2fs, de Fitch;
- P-2(fs), de Moody's Canada;
- A-1(faible)(fs) (échelle canadienne) ou A-2(fs) (échelle mondiale), de S&P Canada.

Nous avons aussi ajouté les notations pertinentes de S&P Canada pour les deux échelles.

À notre avis, cette modification concrétise notre intention de n'autoriser que le placement de BTAA de qualité supérieure sous le régime de la dispense de prospectus, tout en réduisant considérablement le risque de perturbation du marché des BTAA dans le cas où les promoteurs bancaires et les fournisseurs de liquidités verraient leurs notations diminuées en raison de l'introduction du régime de recapitalisation interne applicable aux banques d'importance systémique nationale du Canada, comme le proposait le ministère des Finances du Canada le 1^{er} août 2014³.

Certaines agences de notation ont fait passer leurs perspectives pour les six principales banques canadiennes de « stables » à « négatives » par suite du projet de régime de recapitalisation interne. Nous comprenons que les notations à long terme de ces banques seront vraisemblablement abaissées d'un ou deux crans à l'introduction du régime. Nous nous attendons à ce que cette baisse se traduise par une diminution des notations à court terme de certaines de ces banques. Ces changements ne découlent pas de la détérioration de la qualité de crédit des banques, mais de la réduction de la probabilité d'obtenir le soutien de l'État.

Toute baisse des notations à court terme des banques en raison du régime de recapitalisation interne pourrait aussi se traduire par des baisses des notations des BTAA dont elles sont les promoteurs et les fournisseurs de liquidités en-deçà des catégories proposées à l'origine. Les baisses ne seraient pas attribuables à une diminution de la capacité des banques à fournir un soutien de liquidité. Ainsi, nous estimons approprié de donner une plus grande marge de manœuvre en ce qui a trait aux notations exigées dans la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme.

ii) Retrait de l'obligation relative à l'absence d'abaissement prévu des notations

Nous proposons initialement que la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme ne soit pas ouverte pour ces produits dans les circonstances suivantes :

- l'une des notations a fait l'objet d'une révision par l'agence de notation désignée concernée;
- le conduit peut raisonnablement s'attendre à ce que, à la suite de la révision, la notation soit retirée ou abaissée sous le niveau minimal prescrit.

Nous avons aussi proposé une condition similaire pour les notations des fournisseurs de liquidités.

³Le *Document de consultation sur le régime de protection des contribuables et de recapitalisation des banques* expose le projet de régime de recapitalisation interne applicable aux banques d'importance systémique nationale du Canada et fait suite à l'annonce, dans le budget fédéral de 2013, de l'instauration prochaine d'un tel régime au Canada. Le projet réduit la probabilité de soutien public et précise que les actionnaires et les créanciers des banques assument les pertes.

Nous avons supprimé ces conditions parce que nous reconnaissons qu'un conduit n'est pas nécessairement en mesure de faire une telle évaluation.

iii) Règles prévues par la convention sur les liquidités

Nous avons :

- précisé dans les conditions relatives aux notations applicables aux fournisseurs de liquidités que les notations sont à court terme et non à long terme;
- supprimé la disposition prévoyant que, dans le cas où le conduit a plus d'un fournisseur de liquidités, un autre fournisseur de liquidité doit garantir son soutien ou s'engager à le fournir en cas de non-paiement de l'un d'entre eux.

Ces changements visent à harmoniser davantage les obligations avec le fonctionnement des conventions sur les liquidités sur le marché canadien.

Nous avons modifié les conditions pour qu'une institution de dépôt puisse faire fonction de fournisseur de liquidités si elle est réglementée ou autorisée à exercer son activité par le BSIF ou une autorité de réglementation provinciale. Par conséquent, les banques étrangères qui sont des banques de l'annexe III peuvent être fournisseurs de liquidités. Nous estimons qu'une institution de dépôt étrangère réglementée ou autorisée à exercer son activité par le BSIF ou une autorité de réglementation provinciale (c'est-à-dire une banque de l'annexe II ou de l'annexe III) devrait pouvoir remplir cette fonction également, sous réserve du respect de toutes les autres conditions relatives au soutien de liquidité.

iv) Modification du délai pour la disponibilité du rapport d'information mensuel

Initialement, nous proposons d'obliger le conduit à mettre chaque rapport d'information mensuel à la disposition des porteurs de produits titrisés dans un délai de 30 jours suivant la fin du dernier mois auquel il se rapporte. Nous avons modifié cette condition de sorte que le rapport doive être raisonnablement mis à leur disposition dans un délai de 50 jours.

v) Facteurs entraînant la publication du rapport d'information occasionnelle

Nous avons d'abord proposé que le conduit établisse un rapport d'information occasionnelle dans les circonstances suivantes :

- en cas de changement dans l'information figurant dans le dernier rapport d'information mensuel;
- lorsque se produit un événement dont le conduit peut raisonnablement penser qu'il aura une incidence importante sur les paiements effectués sur un produit titrisé à court terme ou sur la performance des actifs composant le portefeuille d'actifs.

Nous avons réduit la liste d'événements pour ne conserver que ceux ayant une incidence sur le remboursement du capital ou le versement des intérêts sur le produit titrisé à court terme. Nous exigeons aussi du conduit qu'il établisse un rapport dans le cas où au moins une de ses notations a été abaissée.

Nous avons également modifié le délai. Le rapport d'information occasionnelle doit maintenant être fourni aux porteurs ou mis raisonnablement à leur disposition au plus tard le 2^e jour ouvrable, et non le 2^e jour civil, après que le conduit a eu connaissance du changement ou de l'événement.

vi) Autres modifications d'ordre rédactionnel

Nous avons apporté plusieurs modifications d'ordre rédactionnel aux définitions pour les rendre davantage conformes aux structures de titrisation à court terme (c'est-à-dire aux BTAA) du marché canadien.

b) Notice d'information

Nous avons apporté certains changements à la notice d'information, notamment :

- l'information à fournir a été mieux ciblée de façon à ce qu'elle porte sur la structure et les activités du conduit;
- l'information à fournir sur des opérations visant des actifs et des portefeuilles d'actifs en particulier a été déplacée dans le rapport d'information mensuel;
- certaines obligations ont fait l'objet de clarifications;
- le dédoublement d'information a été éliminé.

L'information sur la concordance entre les intérêts et la rétention du risque, qui devait être fournie dans le rapport d'information mensuel, doit maintenant figurer dans la notice d'information.

Par ailleurs, nous n'exigeons plus que l'identité des débiteurs principaux et des initiateurs soit révélée. Actuellement, ceux-ci s'attendent à ce qu'elle demeure confidentielle. De plus, nous estimons que les investisseurs n'ont pas besoin de cette information pour connaître la qualité de crédit et la performance des opérations visant des actifs et des portefeuilles d'actifs du conduit. L'obligation a été modifiée, étant maintenant axée sur l'identité des parties ayant comme principale responsabilité de jouer un rôle significatif dans la structure ou les activités du conduit.

c) Rapport d'information mensuel

Nous avons apporté quelques changements au rapport d'information mensuel, notamment :

- l'information est maintenant axée sur les opérations visant des actifs et les portefeuilles d'actifs, tandis que les renseignements sur la structure et les activités du conduit ont été déplacés dans la notice d'information;
- le dédoublement d'information a été éliminé;
- l'information dont, selon nous, les investisseurs n'ont pas besoin pour connaître la qualité de crédit et la performance des opérations visant des actifs effectuées par le conduit a été supprimée dans les cas suivants :

- elle était susceptible de soulever des questions sur le plan de la confidentialité ou de la concurrence (par exemple les notations des vendeurs, les frais et charges);
- elle aurait obligé les conduits à prendre des mesures supplémentaires pour recueillir ou présenter des renseignements qui vont au-delà des pratiques actuelles du marché (par exemple, la durée moyenne des actifs, les ratios de rendement autres que les ratios de défaillance ou de perte).

d) Déclarations de placement avec dispense

Initialement, nous proposons d'ajouter la catégorie des « conduits de titrisation » dans les secteurs d'activités. Nous avons plutôt décidé d'utiliser « émetteurs de produits titrisés » pour cette nouvelle catégorie, car l'expression « conduit de titrisation » désigne désormais les émetteurs de produits titrisés à court terme plutôt que les émetteurs de produits titrisés en général.

e) Instruction générale 45-106

Nous avons ajouté des indications sur les points suivants :

- la définition de « portefeuille d'actifs »;
- l'interaction entre les conditions de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme et celles relatives aux notations;
- les conventions sur les liquidités et les personnes pouvant agir comme fournisseur de liquidités.

5. Entrée en vigueur

Sous réserve des approbations nécessaires, les modifications relatives aux produits titrisés à court terme entreront en vigueur le 5 mai 2015. Plusieurs dispositions de transition sont prévues :

- dans le cas des placements de produits titrisés à court terme effectués à compter du 5 novembre 2015, la notice d'information fournie au souscripteur ou mise raisonnablement à sa disposition doit être établie conformément à l'Annexe 45-106A7 seulement;
- dans le cas des opérations visant des actifs effectuées par le conduit au plus tard le 5 novembre 2015, il n'est pas obligatoire d'établir le rapport d'information mensuel fourni aux porteurs de produits titrisés à court terme ou mis raisonnablement à leur disposition en vertu d'une convention ou d'un engagement écrits conformément à l'Annexe 45-106A8.

D. Points d'intérêt local

Une annexe est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

E. 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

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

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

Victoria Steeves
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604 899-6791
vsteeves@bcsc.bc.ca

Chris Besko
Directeur par intérim et conseiller juridique
Commission des valeurs mobilières du
Manitoba
204 945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal, Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
306 787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Annexe A

Résumé des commentaires

Liste des intervenants

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
 BMO Marchés des Capitaux
 The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
 CIBC
 DBRS
 First National SEC
 Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs
 Moody's Investors Service
 RBC Marchés des Capitaux
 Scotia Capitaux Inc.
 Société Canadian Tire Limitée
 Stikeman Elliott
 Structured Finance Industry Group
 Valeurs Mobilières TD

A. COMMENTAIRES GÉNÉRAUX SUR L'UTILISATION DES NOTATIONS

Thème	Commentaires	Réponses
<p>Maintien de l'utilisation des notations comme condition dans les propositions</p>	<p>Deux intervenants soulèvent des préoccupations similaires concernant le fait que l'obtention de certaines notations soit la principale condition à l'obtention des dispenses. Ils craignent que la présence de notations dans la législation confère un caractère de légitimité aux avis des agences de notation et amène les investisseurs à penser à tort que les titres auxquels ces notations sont attribuées constituent de bons placements.</p> <p>Un intervenant estime que l'utilisation des notations dans les propositions ne cadre pas avec l'objectif de réduire l'utilisation mécanique des notations dans la réglementation. Il recommande aux ACVM d'éliminer les critères d'admissibilité fondés sur les notations et de s'aligner sur les principes pour réduire la dépendance à l'égard des notations adoptés par le Conseil de stabilité financière (CSF). Cet intervenant craint que :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'obligation d'obtenir les notations et les notations fournies aux termes de cette obligation créent une fausse impression de transparence, 	<p>Nous nous sommes penchés sur l'utilisation des notations comme critères d'octroi de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme et de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme et avons conclu qu'elle est utile d'un point de vue d'orientation générale.</p> <p>Dans le cas de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, nous continuons de penser qu'il est approprié d'utiliser la condition de seuil de notation et la condition relative aux notations multiples modifiée pour établir les paramètres d'évaluation de la qualité de crédit des titres de créance à court terme (comme les billets de trésorerie) pouvant être émis sous le régime d'une dispense de prospectus. Nous n'avons pas trouvé de solutions concrètes pour remplacer les notations ou de conditions supplémentaires qui amélioreraient de façon importante la protection des investisseurs ou la</p>

Thème	Commentaires	Réponses
	<ul style="list-style-type: none"> • l'intégration généralisée des notations dans la réglementation pourrait conduire à la banalisation des notations, • les notations constituent des opinions courantes sur le risque de crédit relatif, mais ne mesurent pas d'autres risques et ne devraient pas être utilisées comme indicateurs de risque de liquidité, de volatilité des cours ou de négociabilité. <p>Selon un intervenant, le recours aux notations de tiers permet d'atteindre un bon équilibre entre la protection appropriée des investisseurs et l'efficacité du marché et, à l'heure actuelle, les notations sont les indicateurs les plus faciles à obtenir pour mesurer les normes de qualité de crédit des billets de trésorerie.</p> <p>Un intervenant fait l'éloge du cadre réglementaire officiel régissant les agences de notation au Canada, qui est également reconnu à l'étranger, et estime qu'il n'est pas inapproprié de continuer d'utiliser les notations comme condition à l'obtention des dispenses. Il ne pense pas que l'utilisation des notations va à l'encontre de l'engagement du G20 et du CSF de réduire le recours mécanique aux notations. À l'heure actuelle, il n'existe pas de solutions de rechange viables et éprouvées aux notations, et ces dernières ne sont qu'un des nombreux outils de gestion dont peuvent se servir les investisseurs dans leur prise de décisions.</p> <p>Un intervenant se demande si la dépendance législative à l'égard des agences de notation désignées est une bonne chose et est d'avis qu'il serait peut-être plus utile aux investisseurs d'avoir davantage d'information au sujet des mécanismes de liquidité.</p> <p>Pour ce qui est des autres facteurs qui pourraient réduire le recours aux notations, un intervenant est en faveur de l'imposition d'un devoir fiduciaire aux personnes inscrites. Deux intervenants sont grandement en faveur de l'imposition d'un devoir légal d'agir au mieux des intérêts aux courtiers inscrits qui agissent comme conseillers pour leurs clients.</p>	<p>stabilité financière sur le marché des billets de trésorerie. Nous n'avons pas non plus relevé de recours abusif ou inapproprié aux notations sur le marché des billets de trésorerie.</p> <p>Pour obtenir la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme, il faut, en plus de satisfaire aux exigences de notation, remplir un certain nombre de conditions ayant trait au soutien de liquidité, aux restrictions applicables aux actifs sous-jacents et à l'information.</p> <p>Rappelons par ailleurs que le Règlement 25-101 contient un cadre réglementaire pour les agences de notation désignées souhaitant voir leurs notations mentionnées dans la législation en valeurs mobilières. Toutes les agences de notation désignées dont les notations sont incluses dans la dispense sont des agences de notation désignées assujetties à ce cadre au Canada.</p> <p>L'opportunité d'imposer aux personnes inscrites un devoir légal d'agir au mieux des intérêts dépasse l'objet du présent projet. Nous savons qu'en octobre 2012, les ACVM ont publié le <i>Document de consultation 33-403, Norme de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail</i>. Il s'agit d'un projet distinct des ACVM.</p>

B. COMMENTAIRES SUR LA DISPENSE DE PROSPECTUS POUR LES PRODUITS TITRISÉS À COURT TERME

1. Commentaires généraux

Thème	Commentaires	Réponses
<p>Risque perçu des produits titrisés à court terme</p>	<p>Plusieurs intervenants s'inquiètent du fait que les modifications proposées présentent les BTAA comme étant plus risqués que les billets de trésorerie. Selon eux, une telle distinction n'est pas justifiée, étant donné que les rehaussements de crédit rendent faible le risque de perte réelle et que la liquidité est garantie par une banque réglementée par le BSIF. Un intervenant craint que les notations supérieures dans la dispense fassent que les BTAA soient injustement moins bien vus que d'autres formes de crédit à court terme.</p> <p>Un intervenant est d'avis que certaines obligations (y compris celles qui concernent les notations, la liquidité et l'information) prévues dans la dispense sont incompatibles avec les pratiques du marché et l'évolution à l'étranger.</p>	<p>Nous avons modifié les obligations relatives aux notations de sorte que seulement une des deux notations des BTAA doive être dans la catégorie de notation la plus élevée d'une agence de notation désignée. La deuxième notation exigée a été modifiée de façon à la rendre conforme aux notations utilisées dans la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme. Les obligations sont aussi conformes aux pratiques courantes du marché canadien. Elles n'empêchent pas l'amélioration des pratiques du marché ou l'harmonisation avec les nouveautés en la matière à l'échelle mondiale.</p> <p>Par ailleurs, dans le Règlement 45-106 nous avons ajouté une indication selon laquelle les produits titrisés à court terme qui respectent les conditions de la dispense en matière de soutien de liquidité, de rang de la série ou catégorie et de la composition du portefeuille d'actifs peuvent ne pas nécessairement respecter les conditions relatives aux notations, en particulier celle voulant que l'une des deux notations soit dans la catégorie la plus élevée.</p>
<p>Rétention du risque</p>	<p>Un intervenant recommande que les ACVM adoptent la recommandation 1 du rapport final de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) intitulé <i>Global Developments in Securitisation Regulation</i> (le « rapport de l'OICV sur la rétention du risque ») et rendent obligatoire la rétention du risque associé aux produits titrisés, étant donné que les mesures de rétention du risque mises en place par les initiateurs ne sont pas obligatoires (p. ex. surdimensionnement et attribution d'écarts excédentaires aux investisseurs).</p>	<p>Le rapport de l'OICV sur la rétention du risque ne prescrit aucune méthode particulière pour la rétention du risque de crédit, mais recommande que tous les territoires évaluent et élaborent des approches visant à faire coïncider les incitatifs des initiateurs et des investisseurs, notamment, s'il y a lieu, en rendant obligatoire la rétention du risque de crédit.</p> <p>Nous avons terminé notre évaluation de la concordance des incitatifs. Comme il est indiqué dans l'avis de consultation du 23 janvier 2014, le marché canadien de la titrisation dans son ensemble est exempt de tout type d'incitatifs divergents qui ont soulevé des préoccupations importantes en matière de protection des investisseurs et de risques systémiques durant la crise financière de 2007-2008. Nous rehaussons la transparence en ce qui concerne la concordance des incitatifs en exigeant que la notice d'information contienne des renseignements sur l'approche du conduit en matière de concordance des intérêts</p>

Thème	Commentaires	Réponses
		et de la rétention du risque de crédit. D'autres obligations relatives au soutien de liquidité, aux actifs autorisés et à l'information apportent une solution aux caractéristiques des BTAA non bancaires qui reflétaient la divergence des incitatifs et qui ont causé des problèmes pendant la crise financière.
Innovation	<p>Un intervenant s'inquiète des risques associés à une réglementation normative qui, selon lui, ne laisseraient pas place à l'innovation ou aux différences structurelles.</p> <p>Un intervenant recommande la mise en place d'un régime réglementaire qui prévoit l'évolution du marché.</p> <p>Un intervenant craint que les occasions d'innovation soient limitées en raison du fait que la dispense ne serait pas ouverte pour certaines opérations sur des produits titrisés à court terme de rang inférieur ou égal et sur des catégories d'actifs non prévues dans le projet de dispense.</p>	<p>Nous n'interdisons pas l'émission de produits titrisés à court terme innovateurs ou structurés de manière différente. Toutefois, nous sommes d'avis que certaines conditions minimales doivent être remplies pour que les produits titrisés à court terme puissent être émis à la manière des billets de trésorerie émis sous le régime d'une dispense de prospectus.</p> <p>Nous avons ouvert la dispense aux conduits qui placent plusieurs catégories ou séries de produits titrisés à court terme si les séries ou catégories sont de rang égal en ce qui concerne un portefeuille d'actifs sous-jacents.</p>
Réglementation en fonction du type de BTAA	Un intervenant soutient que les ACVM doivent prendre garde de ne pas proposer une réglementation qui soit fondée sur la classification des types de BTAA (p. ex. les BTAA bancaires et non bancaires) étant donné qu'il se pourrait qu'on ne puisse établir une distinction claire entre les différents types de produits.	La dispense ne prévoit pas de distinction entre les produits titrisés à court terme ou les BTAA bancaires ou non bancaires. Elle établit les conditions minimales à respecter en ce qui a trait aux notations, au soutien de liquidité, aux actifs autorisés et à l'information.
Mise en œuvre et droits acquis	Un intervenant recommande que les modifications ne soient appliquées que prospectivement afin de ne pas pénaliser les opérations en cours.	Nous avons ajouté des dispositions de transition pour remédier à cette situation.
Autocorrection du marché	Un intervenant fait remarquer que bon nombre de problèmes associés au marché des BTAA se sont corrigés d'eux-mêmes. Par exemple, à l'heure actuelle, il n'y a pas de conduits non bancaires et les garanties de liquidités de type « perturbation du marché » ont été remplacées par un crédit de trésorerie global.	Nous sommes conscients qu'un certain nombre d'améliorations ont été apportées aux pratiques sur le marché. Les obligations prévues dans la dispense visent à garantir le maintien de ces pratiques.
Participation limitée des investisseurs individuels et suggestion de créer une nouvelle dispense de prospectus pour les investisseurs avertis	<p>Deux intervenants estiment que les modifications proposées visent principalement à protéger les investisseurs individuels, alors que ces derniers participent peu au marché des BTAA.</p> <p>Deux intervenants suggèrent de créer une autre dispense pour les investisseurs avertis qui, pour l'obtenir, devraient remplir les conditions suivantes :</p> <p>(i) le prix d'achat au comptant payé par le souscripteur (qui n'est pas</p>	<p>Il est vrai que ce sont surtout des investisseurs institutionnels qui font des placements sur le marché des BTAA. Toutefois, l'un des objectifs de la dispense est de fournir une solution aux problèmes de risques systémiques, lesquels touchent principalement (et même parfois dans une plus large mesure) les marchés institutionnels.</p> <p>Par exemple, l'un des éléments clés de la nouvelle dispense est</p>

Thème	Commentaires	Réponses
	<p>(ii) une personne physique) doit être d'au moins 150 000 \$; le produit titrisé obtient deux des notations à court terme minimales prescrites;</p> <p>(iii) le produit titrisé est garanti par un fournisseur de liquidités global ayant obtenu au moins deux des notations à court terme minimales prescrites.</p> <p>Ces intervenants recommandent que seuls les promoteurs de conduits soient tenus de déposer des déclarations de placement avec dispense trimestrielles et qu'il ne soit pas obligatoire de déposer des déclarations pour chaque placement de BTAA. Ils suggèrent également qu'aucune restriction à la revente ne s'applique aux BTAA placés sous le régime de cette dispense.</p>	<p>l'obligation d'information. L'une des raisons importantes de rendre l'information obligatoire est d'améliorer la transparence du marché, ce qui peut contribuer à atténuer le risque systémique.</p> <p>Pour le moment, nous ne prévoyons pas introduire d'autres dispenses de prospectus qui pourraient être utilisées pour le placement de produits titrisés à court terme.</p>

2. Questions tirées de l'avis des ACVM

Question	Commentaires	Réponses
<p>1. a) Devrait-on interdire la vente de certains types de produits titrisés à court terme sous le régime d'une dispense de prospectus?</p>	<p>Trois intervenants recommandent de permettre la vente de tous les types de produits titrisés à court terme sous le régime d'autres dispenses de prospectus (p. ex. les dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale).</p>	<p>Les dispenses de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale continueront d'être offertes pour les produits titrisés à court terme.</p>
<p>1. b) Est-il probable que des produits titrisés à court terme soient vendus sous le régime d'autres dispenses de prospectus?</p>	<p>Trois intervenants estiment qu'il est peu probable que des produits titrisés à court terme soient vendus sous le régime d'autres dispenses de prospectus étant donné le fardeau administratif que représentent le dépôt de déclarations de placements avec dispense et les droits connexes. Ils recommandent de modifier le barème des droits et les obligations d'information de ces autres dispenses de prospectus pour les adapter à la nature à court terme du produit.</p> <p>Un intervenant soutient que les conduits de BTAA qui financent actuellement certaines opérations ne pourraient pas utiliser la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme en raison de la liste d'actifs autorisés et devraient avoir recours à des dispenses de prospectus différentes, ce qui</p>	<p>Nous avons apporté un certain nombre de changements à la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme afin que celle-ci concorde davantage avec les pratiques actuelles du marché. Par conséquent, nous ne pensons pas qu'il soit nécessaire, pour le moment, de modifier le barème de droits et les obligations d'information d'autres dispenses de prospectus afin de permettre l'émission de produits titrisés à court terme sous le régime d'autres dispenses de prospectus.</p> <p>Nous avons modifié la liste des actifs autorisés pour inclure les biens immeubles ou meubles garantissant ou faisant partie d'un portefeuille d'actifs pour tenir compte des situations où des créances sont défaillantes. Nous sommes d'avis que la liste des actifs autorisés et les modifications susmentionnées permettent</p>

Question	Commentaires	Réponses
	<p>augmenterait le fardeau administratif pour ces conduits et le coût de financement pour les initiateurs.</p>	<p>de régler la situation des opérations actuellement financées par des conduits de BTAA.</p>
<p>1. c) Y a-t-il d'autres types de produits qui ne sont pas couverts par la définition de l'expression « produit titrisé »?</p>	<p>Trois intervenants sont d'avis que la définition de « produit titrisé » est suffisamment générale pour couvrir tous les produits structurés actuellement sur le marché. Toutefois, un intervenant recommande d'inclure une disposition dérogatoire pour les éventuels nouveaux produits.</p>	<p>Nous n'avons apporté aucune modification importante à la définition de l'expression « produit titrisé ». La législation en valeurs mobilières contient des dispositions permettant aux émetteurs de demander une dispense discrétionnaire.</p>
<p>2. Les obligations relatives aux notations applicables aux produits titrisés à court terme sont-elles appropriées?</p>	<p>Un grand nombre d'intervenants sont favorables à l'introduction de l'obligation d'obtenir deux notations. Toutefois, bon nombre d'intervenants jugent que les notations minimales prescrites sont prohibitives étant donné qu'elles sont fixées à la notation à court terme la plus élevée de chaque agence de notation. Un intervenant est d'accord avec l'obligation d'obtenir deux notations, mais se demande s'il est vraiment nécessaire d'en faire une norme et si les participants au marché ne sont pas les mieux placés pour s'occuper de cette question.</p> <p>Bien que l'obligation d'obtenir deux notations fasse partie des critères d'admissibilité en vertu du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada, un intervenant fait remarquer que ce critère a été établi à l'origine dans des circonstances particulières, pour régler un problème particulier, et qu'il pourrait de plus être modifié à tout moment (contrairement à une condition à l'obtention d'une dispense de prospectus).</p> <p>Plusieurs intervenants recommandent que les obligations relatives aux notations des BTAA soient conformes à celles qui s'appliquent aux billets de trésorerie ou correspondent aux notations minimales des fournisseurs de liquidités, étant donné que la méthode utilisée par bon nombre d'agences de notation désignées ne permet pas que les BTAA aient une notation supérieure</p>	<p>L'obligation d'obtenir deux notations est maintenue. Toutefois, nous exigeons désormais que seule l'une des deux notations soit dans la catégorie de notation des titres à court terme la plus élevée d'une agence de notation désignée. Voir également notre réponse concernant l'utilisation des notations comme condition à l'obtention de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme et de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme.</p> <p>Nous sommes d'accord pour dire que certains éléments complexes associés aux structures de titrisation sont issus des mécanismes mis en place pour réduire le risque. Toutefois, certaines des caractéristiques complexes des structures de BTAA non bancaires qui existaient avant la crise financière ont eu pour effet d'augmenter le risque et étaient difficiles à noter. C'est pourquoi il convient de mettre en place un ensemble d'obligations relatives aux notations plus strictes pour la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme et d'introduire des conditions qui concernent expressément la liquidité, les actifs autorisés et l'information.</p>

Question	Commentaires	Réponses
	<p>à celle du fournisseur de liquidités.</p> <p>Un intervenant soutient que les personnes qui investissent dans les BTAA sont bien placées pour limiter les risques auxquels les exposent les entités en exploitation reliées aux conduits étant donné que, en tant que structure de titrisation, chaque conduit a un but prescrit, est autorisé à exercer un éventail très limité d'activités et jouit d'une réelle autonomie patrimoniale par rapport à son promoteur et à ses initiateurs. En outre, dans le cas des BTAA, des actifs sont réellement vendus au conduit et, par conséquent, les conduits et les investisseurs sont en meilleure position pour contrôler l'application que s'ils avaient simplement une participation dans une garantie.</p> <p>Un intervenant souligne que la complexité des BTAA découle en grande partie des mécanismes mis en place pour réduire le risque, tandis que l'obligation de liquidités « globales » permettra de résoudre les problèmes de décalage des liquidités.</p>	
Autres commentaires sur les seuils de notation	<p>Un intervenant se demande pour quelle raison les seuils de notation proposés pour DBRS sont fixés à R-1 (élevé), alors que les notations des autres agences de notation désignées sont moins élevées. Il suggère les seuils de notation suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • R-1(faible)(fs), de DBRS Limited • A-1(faible)(fs), de Standard & Poor's Ratings Services (Canada) • P-1(fs), de Moody's Canada Inc. • F1fs, de Fitch, Inc. 	Les notations des diverses agences de notation désignées ne sont pas exactement équivalentes et il n'existe pas de corrélation entre elles. Nous avons fixé les notations que nous considérons comme des niveaux appropriés pour les BTAA émis sous le régime de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme.
3. Obligations en matière de crédit de trésorerie - Commentaires généraux	<p>Un intervenant estime que la nature détaillée et normative des obligations proposées en matière de trésorerie compromettrait la capacité des agences de notation désignées de mettre à jour leurs critères lorsqu'elles jugent approprié de le faire. Selon lui, en communiquant aux investisseurs des renseignements judicieux plutôt que de leur imposer des obligations normatives en matière de trésorerie, on leur permettrait d'être mieux équipés pour effectuer les contrôles diligents qu'ils jugent nécessaires.</p> <p>Un intervenant croit de manière générale que le niveau de détail des obligations relatives au crédit de trésorerie est inapproprié et trop normatif et que les obligations de notation minimales garantiraient la mise en place de</p>	La liquidité globale est la norme appropriée pour le soutien de liquidité. Cependant, les émetteurs et les investisseurs ne doivent pas présumer que la liquidité globale serait suffisante pour qu'une agence de notation désignée attribue à des produits titrisés à court terme les notations les plus élevées. Les notations sont établies en fonction de la méthode de notation propre à chaque agence de notation désignée. Selon la méthode utilisée, la liquidité globale pourrait ne pas être suffisante pour obtenir la notation la plus élevée. Il se pourrait qu'il soit nécessaire de rehausser le soutien de liquidité ou la protection du crédit (p. ex. par un programme de rehaussement de crédit). La notice d'information doit contenir de

Question	Commentaires	Réponses
	mécanismes appropriés de liquidités.	l'information concernant les mécanismes standards de soutien de liquidité que le conduit a conclu ou prévoit conclure.
<p>3. a) Des obligations d'obtenir certaines notations similaires à celles qui sont imposées aux fournisseurs de liquidités devraient-elles être imposées aux promoteurs?</p> <p>3. b) Est-il courant que le promoteur soit également le fournisseur de liquidités?</p>	<p>Deux intervenants sont d'avis que les obligations d'obtenir des notations imposées aux fournisseurs de liquidités procurent une protection adéquate aux investisseurs (à la condition que le fournisseur de liquidités soit réglementé par le BSIF ou par une autorité provinciale). Ils estiment par ailleurs qu'il n'est pas nécessaire d'imposer une obligation similaire aux promoteurs de conduits.</p> <p>Plusieurs intervenants font observer que le promoteur de conduit est habituellement également le fournisseur de liquidités. On a relevé un seul cas d'émetteur de BTAA canadiens où le promoteur ne fournissait pas de facilité de trésorerie.</p>	Nous avons conservé l'obligation faite aux fournisseurs de liquidités d'obtenir des notations et n'avons pas ajouté d'obligation similaire pour les promoteurs de conduits.
<p>3. c) Êtes-vous d'accord avec l'obligation faite aux fournisseurs de liquidités d'obtenir deux notations?</p>	<p>Trois intervenants sont d'accord avec cette obligation.</p> <p>Un intervenant n'est pas d'accord avec la dépendance législative à l'égard des agences de notation désignées et pense qu'on rendrait davantage service aux investisseurs en leur fournissant plus de renseignements au sujet des mécanismes de liquidités. Selon lui, il est inutile d'avoir une notation minimale pour les BTAA et une autre pour le fournisseur de liquidités étant donné que la notation attribuée au fournisseur de liquidités est prise en compte dans la notation des BTAA. L'intervenant souligne également que l'obligation faite à <u>chaque</u> fournisseur de liquidités d'obtenir les notations minimales proposées est problématique lorsque la facilité de trésorerie est accordée par un syndicat financier. Selon lui, lorsqu'un fournisseur de liquidités voit ou risque de voir sa notation baisser et ramener au-dessous du niveau minimal prescrit, on devrait lui accorder un délai de grâce raisonnable pour lui permettre de financer à l'avance, de céder ou de restructurer l'engagement de liquidités afin de se conformer à la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme.</p>	<p>Nous avons conservé l'obligation d'obtenir deux notations.</p> <p>Les conditions concordent avec les pratiques actuelles du marché. Si d'autres adaptations sont nécessaires, une demande de dispense discrétionnaire peut être présentée aux autorités de réglementation en valeurs mobilières.</p>

Question	Commentaires	Réponses
<p>3. d) Les niveaux minimaux de notation qui sont proposés pour le fournisseur de liquidités au sous-paragraphe C, du sous-paragraphe iv du paragraphe a de la rubrique 2.35.2 du projet de règlement sont-ils appropriés?</p>	<p>Deux intervenants estiment que les niveaux minimaux de notation à <i>long terme</i> qui sont proposés pour les fournisseurs de liquidités sont appropriés, alors qu'un autre intervenant estime qu'ils sont trop stricts. Trois intervenants recommandent d'inclure des équivalents à <i>court terme</i>.</p>	<p>Désormais, ce sont des notations à court terme qui sont requises et non plus des notations à long terme.</p>
<p>3. e) Le fait d'exiger que les fournisseurs de liquidités soient réglementés par le BSIF ou par une autorité de réglementation provinciale serait-il problématique?</p>	<p>Deux intervenants ne voient pas d'inconvénient à assujettir les fournisseurs de liquidités à la réglementation prudentielle du BSIF ou d'autorités de réglementation provinciales et ne savent pas si des banques étrangères, non réglementées par le BSIF, agissent comme fournisseurs de liquidités pour des conduits canadiens.</p> <p>Un intervenant ne voit pas de problème, mais pense qu'une telle exigence limiterait la capacité de restructurer les apports de liquidités dans des conditions de marché extrêmes où les notations de bon nombre de banques canadiennes sont abaissées.</p>	<p>Nous avons modifié les conditions de sorte qu'une institution de dépôt peut être fournisseur de liquidités si elle est réglementée ou autorisée à exercer son activité au Canada par le BSIF ou une autorité de réglementation provinciale. Ce changement a pour conséquence qu'une banque de l'annexe III peut être fournisseur de liquidités. À notre avis, une institution de dépôt étrangère réglementée ou autorisée à exercer son activité au Canada par le BSIF ou une autorité de réglementation provinciale devrait pouvoir remplir cette fonction également, sous réserve du respect de toutes les autres conditions relatives au soutien de liquidité.</p>
<p>3. f) Serait-il approprié de permettre à des banques étrangères (non réglementées par le BSIF) d'agir comme fournisseurs de liquidités? Que dire des banques assujetties à Bâle III?</p>	<p>Trois intervenants estiment que ce ne serait pas une bonne chose de permettre à des banques étrangères d'agir comme fournisseurs de liquidités étant donné que ces banques ne sont pas assujetties à la même surveillance et au même régime de réglementation que les banques canadiennes. Même si les banques étrangères sont assujetties à Bâle III, il pourrait exister des différences dans la manière dont les autres organismes de réglementation appliquent Bâle III.</p>	<p>Voir ci-dessus.</p>

Question	Commentaires	Réponses
<p>3. g) Les circonstances dans lesquelles il est proposé de permettre au fournisseur de liquidités de ne pas avancer de fonds sont-elles appropriées?</p>	<p>Trois intervenants sont d'accord avec le fait de dispenser les fournisseurs de liquidités de l'obligation d'avancer des fonds dans le cas de la faillite ou de l'insolvabilité du conduit. Deux intervenants soulignent que certains conduits ont des mécanismes de liquidité pour des opérations en particulier.</p>	<p>Nous avons modifié le texte pour tenir compte de ces mécanismes.</p>
<p>4. Est-il approprié d'étendre la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme aux 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?</p>	<p>Deux intervenants conviennent que la dispense devrait être 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.</p>	<p>La dispense continuera d'être ouverte pour de tels produits.</p>
<p>5. Outre ceux visés au paragraphe c de la rubrique 2.35.2, un conduit devrait-il être autorisé à détenir d'autres actifs? Ces actifs se trouvent-ils sur le marché canadien des BTAA?</p>	<p>Plusieurs intervenants craignent que ce ne soit pas une bonne chose de prescrire une liste d'actifs admissibles et proposent des solutions de rechange, comme l'engagement de ne pas financer des actifs non traditionnels, la constitution d'une liste d'actifs non admissibles ou l'ajout d'une phrase ayant un sens très large à la fin de la liste d'actifs admissibles, afin de permettre le financement d'actifs qui sont essentiellement similaires à ceux qui sont énumérés (tout en excluant tout de même les actifs non traditionnels).</p>	<p>Nous avons conservé une liste d'actifs prescrits, mais l'avons modifiée pour inclure des biens garantissant ou faisant partie d'un portefeuille d'actifs. Nous pensons que cette liste comprend tous les actifs traditionnels pertinents.</p>

Question	Commentaires	Réponses
<p>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?</p>	<p>Plusieurs intervenants pensent que les événements donnant lieu à l'obligation de produire un rapport sont trop généraux.</p> <p>L'obligation de fournir des renseignements sur les changements survenus dans l'information figurant dans le dernier rapport d'information mensuel serait trop lourde étant donné que les opérations effectuées dans le cadre d'un programme de conduit changent presque quotidiennement. Une telle information ne devrait pas être exigée lorsque des protections structurelles sur le plan de l'opération sont déclenchées et que les investisseurs en bénéficient pleinement.</p> <p>Les intervenants recommandent de produire un rapport d'information occasionnelle uniquement lorsqu'il se produit un « changement important », comme un événement ayant une incidence sur la liquidité, un manquement important ou un changement raisonnablement susceptible d'avoir un effet similaire.</p>	<p>Nous avons réduit la liste d'événements donnant lieu à l'obligation de produire un rapport d'information occasionnelle, qui se résume désormais à ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> • un abaissement d'une ou de plusieurs des notations attribuées au conduit; • un manquement aux obligations de paiement du conduit; • un changement ou un événement qui, selon les attentes raisonnables du conduit, pourrait avoir un effet défavorable important sur ces obligations.
<p>7. La dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme et les nouvelles annexes devraient-elles faire partie d'un règlement distinct?</p>	<p>Un intervenant estime que la nouvelle dispense doit continuer de faire partie du Règlement 45-106.</p>	<p>La dispense fera partie du Règlement 45-106.</p>
<p>8. Quels renseignements devraient être mis à la disposition des autorités de réglementation aux fins de la surveillance des tendances du marché et de l'accumulation des risques? De quelle manière et à quelle fréquence ces renseignements devraient-ils être communiqués?</p>	<p>Trois intervenants sont d'avis que les ACVM devraient trouver dans les rapports mensuels des agences de notation et les rapports mensuels aux investisseurs l'information dont ils ont besoin aux fins de surveillance.</p>	<p>Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</p>

3. Conditions propres à la dispense

Section	Commentaires	Réponses
<p>2.35.2 a) ii) et 2.35.2 a) iv) D) – Attente raisonnable quant aux résultats de l'examen des notations</p>	<p>Trois intervenants recommandent de supprimer l'obligation faite à l'émetteur de déterminer s'il est raisonnable de s'attendre à ce que l'examen des notations annoncé des BTAA entraîne le retrait d'une notation ou l'abaissement d'une notation au-dessous des seuils requis ou à ce que l'examen des notations annoncé d'un fournisseur de liquidités entraîne le retrait d'une notation ou l'abaissement d'une notation au-dessous des seuils requis. Ces obligations imposent aux émetteurs une responsabilité injuste et sont extrêmement punitives.</p>	<p>Nous avons réexaminé la dispense et supprimé l'obligation, pour un conduit, de faire une telle évaluation.</p>
<p>2.35.2 b) – Dispense non ouverte pour les produits titrisés à court terme de rang inférieur ou égal</p>	<p>Plusieurs intervenants sont d'avis que tant que les investisseurs reçoivent une information adéquate (entre autres sur le rang), ils devraient pouvoir prendre une décision éclairée quant à un éventuel placement dans les produits concernés.</p> <p>Un intervenant donne comme exemple d'un cas où une restriction serait inappropriée, celle d'une fiducie ou d'une structure de titrisation qui émet différentes séries de billets et dont les actifs de chacune sont protégés aux termes de l'acte de fiducie.</p>	<p>Nous continuons de penser que la dispense ne devrait être ouverte que pour les séries de rang supérieur. Cette dispense est ouverte pour les produits titrisés à court terme de rang égal si chaque série respecte toutes les autres conditions de la dispense.</p>
<p>2.35.3 – Exceptions relatives aux conventions sur les liquidités/ fournisseurs de liquidités</p>	<p>Deux intervenants demandent des éclaircissements sur la manière de déterminer la « valeur totale » des actifs aux termes du paragraphe 2 de la rubrique 2.35.3. Un intervenant suggère de modifier le sous-paragraphe a de ce paragraphe en ajoutant le terme « non défaillants » pour que ce sous-paragraphe se lise comme suit : « valeur totale des actifs non défaillants composant le portefeuille d'actifs ». Il se demande également s'il est nécessaire de donner autant de détails compte tenu de la protection que procure l'obligation d'obtenir des notations pour les BTAA et les fournisseurs de liquidités.</p> <p>Un intervenant recommande de modifier le texte du paragraphe 2 de la rubrique 2.35.3 pour parler d'obligations de financement n'excédant pas la valeur totale des actifs qui sont assujettis à des mécanismes de liquidité, plutôt que de faire référence à la valeur de l'ensemble du portefeuille d'actifs.</p>	<p>Notre objectif était d'exclure les créances non défaillantes au paragraphe 2 de la rubrique 2.35.3. Nous avons clarifié le texte en ce sens.</p> <p>Voir également notre réponse ci-dessus concernant le lien entre les obligations relatives aux liquidités et les méthodes de notation des agences de notation désignées.</p>

	<p>Un intervenant suggère de supprimer ou de simplifier la rubrique 2.35.3 étant donné que la fonction de protection des investisseurs qui est visée par celle-ci sera exercée au moyen des obligations d’obtenir des notations et des obligations relatives aux liquidités.</p> <p>Un intervenant est d’avis qu’il est inutile de codifier les mécanismes de liquidité étant donné que les agences de notation publient des critères détaillés qui décrivent les critères de notation qu’ils appliquent à tous les émetteurs et que de tenter de résumer ces obligations en quelques paragraphes pourrait donner lieu à un règlement indûment restrictif qui n’est pas conforme aux normes actuelles.</p>	
--	--	--

4. Information

a) Commentaires généraux

Thème	Commentaires	Réponses
<p>Information de la notice d’information par rapport à celle du rapport d’information mensuel</p>	<p>Plusieurs intervenants se préoccupent du fait que bon nombre des obligations de la notice d’information sont trop axées sur les opérations particulières et obligerait les émetteurs à mettre à jour l’information de façon continue. À leur avis, la notice d’information devrait être un document relativement standard et comprendre principalement de l’information sur le programme, tandis que le rapport d’information mensuel devrait exposer les mises à jour importantes et fournir de l’information propre à chaque opération, sans répéter l’information déjà fournie dans la notice d’information.</p>	<p>Nous avons apporté les modifications suivantes à la notice d’information. Nous avons :</p> <ul style="list-style-type: none"> • mis l’accent sur la présentation d’information sur la structure et les activités du conduit; • déplacé l’obligation d’information sur les opérations visant des actifs et sur des portefeuilles d’actifs en particulier vers le rapport d’information mensuel; • précisé certaines obligations; • éliminé les répétitions d’information. <p>L’obligation de présenter l’information sur la concordance des intérêts et la rétention du risque a été déplacée du rapport d’information mensuel vers la notice d’information.</p>
<p>Identification des parties</p>	<p>Plusieurs intervenants indiquent que la proposition d’exiger de fournir l’identité des débiteurs principaux, des initiateurs, des vendeurs et des gestionnaires soulèverait des préoccupations en matière de confidentialité et de concurrence tout en étant peu utile aux investisseurs.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant fait observer que les institutions financières qui sont des émetteurs assujettis ne sont pas tenues de communiquer le nom 	<p>Nous avons modifié l’obligation d’information pour l’axer sur la présentation d’information sur les parties jouant un rôle important dans la structure et les activités du conduit. Nous avons limité les obligations d’information relatives au vendeur à la présentation d’information sur son secteur et sur la question de savoir si sa notation est dans la catégorie d’évaluation la plus élevée ou non.</p>

Thème	Commentaires	Réponses
	<p>des emprunteurs.</p> <ul style="list-style-type: none"> Un intervenant mentionne que, à ce jour, les investisseurs ne demandent pas cette information comme condition préalable à la souscription de BTAA et que cette information n'est pas requise sur d'autres marchés. Un intervenant recommande d'exiger seulement la communication de l'identité des parties importantes à la structure du conduit. <p>Un intervenant estime que l'identité des initiateurs devrait être indiquée au complet et qu'il faudrait imposer l'obligation d'information de la recommandation 5 du rapport de l'OICV sur la rétention du risque afin que les investisseurs disposent de l'information leur permettant de prendre une décision de placement éclairée.</p>	<p>Conformément à la recommandation 5 du rapport de l'OICV sur la rétention du risque, nous avons :</p> <ul style="list-style-type: none"> examiné la manière dont il faudrait obliger les émetteurs qui placent des produits titrisés à court terme sous le régime de la dispense à fournir aux investisseurs l'information leur permettant de prendre une décision de placement éclairée, adopté une approche relative à la communication d'information au moment de la souscription et à l'information continue qui est conforme au cadre d'information prévu par la législation en valeurs mobilières.
Disponibilité de l'information	<p>Un intervenant demande des précisions sur la signification de l'expression « mettre raisonnablement à leur disposition » relativement à l'information à fournir.</p> <p>Plusieurs intervenants proposent que le rapport d'information mensuel soit mis raisonnablement à la disposition de ces destinataires dans les 45 à 60 jours suivant la fin du mois auquel il se rapporte plutôt que dans un délai de 30 jours. Ce délai plus long est nécessaire pour laisser aux conduits le temps de recevoir l'information nécessaire à l'établissement du rapport.</p> <p>Deux intervenants recommandent que, sous réserve de certaines modifications à apporter à l'obligation d'information, le délai pour la présentation de l'information occasionnelle soit de deux jours ouvrables. Un intervenant propose de rendre le délai conforme à celui qui est prévu pour la présentation des déclarations de changement important.</p>	<p>Pour remplir cette obligation, il suffirait d'afficher des documents sur le site Web du conduit.</p> <p>Nous avons modifié cette condition pour que le rapport d'information mensuel soit raisonnablement mis à la disposition de ces destinataires dans les 50 jours.</p> <p>Le délai prévu pour la présentation de l'information occasionnelle a été modifié pour s'établir à deux jours ouvrables.</p>
Réponses négatives ou rubriques inapplicables	Deux intervenants recommandent l'ajout d'une instruction précisant qu'il n'est pas nécessaire d'inclure, dans la notice d'information ou le rapport d'information mensuel, les réponses négatives aux rubriques réglementaires ou les rubriques inapplicables.	Nous avons modifié les instructions figurant dans la notice d'information et le rapport d'information mensuel pour préciser que, sauf indication contraire expresse, il n'est pas nécessaire d'inclure les réponses négatives.

Thème	Commentaires	Réponses
Quantité d'information à fournir et frais liés à celle-ci	Deux intervenants sont en général préoccupés par le fait qu'il faut fournir une grande quantité d'information. Deux autres intervenants s'inquiètent de l'augmentation du fardeau et des frais administratifs que les promoteurs de conduits devront supporter pour respecter les obligations d'information proposées.	Nous avons modifié les obligations d'information pour tenir compte des divers commentaires. À notre avis, les obligations d'information modifiées établissent un bon équilibre entre le fardeau et les frais administratifs que les conduits doivent supporter et la nécessité de présenter l'information contribuant à la protection des investisseurs et à la transparence du marché.

b) Notice d'information

Rubrique	Commentaires	Réponses
1.2 – Présentation d'information sur les défaillances antérieures de l'initiateur et du débiteur principal	Trois intervenants recommandent de supprimer cette rubrique, pour les raisons suivantes : <ul style="list-style-type: none"> • elle est trop générale et non pertinente; • elle impose une obligation inappropriée aux conduits puisque ceux-ci ne disposent d'aucun moyen pratique pour veiller au respect des obligations par les initiateurs et les débiteurs principaux; • le fait de donner uniquement l'identité du promoteur et du fournisseur de liquidités ayant été antérieurement défaillant peut être trompeur, et de l'information à cet égard ne devrait être exigée que si le manquement est attribuable à l'action ou à l'inaction du promoteur ou du fournisseur de liquidités. 	Nous avons supprimé cette obligation.
1.5 – Exécution des inspections ou des vérifications	Un intervenant recommande de préciser dans cette rubrique qu'il faut fournir une description générale de l'émetteur ou du gestionnaire.	Nous avons apporté cette précision.
3.1 – Principales lignes directrices en matière de placement et principaux critères de financement	Plusieurs intervenants recommandent la présentation d'une information plus générale et mentionnent que les conduits ne se voient généralement imposer aucune limite de concentration.	Nous avons modifié l'obligation pour la rendre plus générale.

Rubrique	Commentaires	Réponses
3.3 – Méthodes d’acquisition d’actifs et nature du droit de propriété	Un intervenant est d’avis que cette rubrique n’est pas nécessaire compte tenu de l’obligation d’information prévue à la rubrique 3.1.	Cette rubrique a été modifiée pour différencier plus clairement les obligations d’information sur les actifs admissibles de celles sur les opérations visant des actifs.
3.5 – Exposition au risque que représentent les dérivés de crédit, les produits hautement structurés ou les produits de crédit faisant appel à l’effet de levier	<p>Un intervenant recommande d’adopter le libellé que la Banque du Canada a utilisé dans ses lignes directrices sur les sûretés admissibles dans le cadre de son mécanisme permanent d’octroi de liquidités.</p> <p>Un intervenant s’inquiète du fait que la définition de « dérivés de crédit » puisse comprendre les mécanismes de couverture standards et affirme qu’il ne serait pas approprié d’indiquer cette information en caractères gras. Il recommande d’ajouter dans cette rubrique, après « dérivés de crédit », « (sauf les couvertures de risque de taux d’intérêt et de risque de change standards) ».</p>	Cette obligation a été modifiée pour n’exiger que la présentation d’une brève description de la manière dont les dérivés seront utilisés aux fins de couverture; les caractères gras ne sont pas obligatoires.
5.1 – Droit de propriété des porteurs de produits titrisés à court terme	Un intervenant demande s’il faut présenter l’information sur les « facteurs de risque » (comme dans un prospectus).	Il n’est pas obligatoire de présenter l’information sur ce type de facteurs de risque dans cette rubrique.
5.3, 5.4 et 5.5 – Priorité des créances	Deux intervenants recommandent de supprimer les rubriques 5.4 et 5.5, car l’information qu’elles exigent est comprise dans la rubrique 5.3.	Nous avons modifié cette rubrique et supprimé le libellé des rubriques 5.4 et 5.5.
6 – Conformité ou événements entraînant l’annulation	Un intervenant propose de modifier la rubrique 6.1 pour se concentrer sur les événements qui ont une incidence sur les investisseurs. Trois intervenants recommandent de n’obliger les émetteurs qu’à fournir une description générale plutôt que des renseignements propres à chaque opération.	Nous avons modifié la rubrique 6.1 pour préciser ce qui constituerait une défaillance ou un événement qui obligerait le conduit à cesser d’émettre des produits titrisés à court terme. Les rubriques 6.2 et 6.3 ont été modifiées pour préciser qu’il ne faut présenter que des descriptions générales.
7 – Description du produit et du placement	Un intervenant estime qu’il n’est pas nécessaire d’indiquer les coupures des certificats du produit titrisé à court terme comme le prévoit le paragraphe <i>d</i> de la rubrique 7, et qu’il faudrait supprimer cette obligation. Un intervenant voudrait qu’il soit précisé qu’il est suffisant, pour respecter les obligations d’information prévues au paragraphe <i>d</i> de la rubrique 7, d’indiquer les coupures minimales et les multiples entiers (comme il le fait à l’heure actuelle).	Pour respecter cette obligation, l’indication des coupures minimales et des multiples entiers suffirait.

Rubrique	Commentaires	Réponses
	<p>Un intervenant recommande de modifier le paragraphe <i>g</i> de la rubrique 7 pour prévoir un montant maximal non plafonné de produits titrisés à court terme en circulation en ajoutant « ou une déclaration selon laquelle le montant maximal du capital des produits titrisés à court terme pouvant être en circulation est illimité ».</p>	<p>Nous avons ajouté le texte proposé.</p>
<p>8 – Renseignements supplémentaires sur le conduit</p>	<p>Selon un intervenant, il n'est pas nécessaire d'indiquer, comme le prévoit la rubrique 8.1, si le conduit prévoit utiliser un levier financier. Un intervenant demande des précisions quant à la signification attribuée au terme « levier financier » à la rubrique 8.1, particulièrement parce que ce terme pourrait être interprété comme incluant les billets de trésorerie.</p> <p>Un intervenant demande que l'on précise si l'information à fournir aux termes de la rubrique 8.2 sur l'émission ou le projet d'émission d'autres titres comprend l'information sur les séries de titres protégés comme les billets à moyen terme et les BTAA subordonnés.</p>	<p>La rubrique 8.1 a été supprimée.</p> <p>L'information à fournir aux termes de cette rubrique (maintenant la rubrique 8.1) comprend l'information sur de tels titres.</p>
<p>9 – Conventions importantes</p>	<p>Trois intervenants estiment que l'information à fournir aux termes de cette rubrique entraînerait la présentation d'information sur un trop grand nombre de conventions (dont bon nombre seraient peu ou pas utiles aux investisseurs) parce que la définition de « partie importante » est trop large. En outre, cette obligation devrait se limiter à la présentation d'information sur les conventions relatives au programme qui sont importantes pour le conduit. Un intervenant recommande quant à lui de modifier cette rubrique pour n'exiger que la présentation d'information sur les principales conventions du conduit relatives aux BTAA (p. ex. déclarations de fiducie, conventions de services financiers, actes de fiducie, conventions sur les liquidités ainsi que conventions de placement pour compte et conventions de placement).</p>	<p>Nous avons modifié l'obligation pour n'exiger que la présentation d'information sur les conventions importantes pour la structure et les activités du conduit. Par exemple, de l'information sur les conventions suivantes doit être présentée :</p> <ul style="list-style-type: none"> • déclarations de fiducie; • conventions de services financiers; • actes de fiducie; • conventions sur les liquidités; • conventions de placement pour compte et conventions de placement.

c) Rapport d'information mensuel

Rubrique	Commentaires	Réponses
1.2 – Diagramme structurel	Un intervenant propose qu'aucune mise à jour de l'information présentée dans la notice d'information ne soit effectuée dans le rapport d'information mensuel, sauf en cas de changement important à la structure du conduit.	Le rapport d'information mensuel a été modifié pour n'exiger que la présentation d'information sur les opérations visant des actifs et les portefeuilles d'actifs plutôt que sur la structure et les activités du conduit dans l'ensemble.
2 – Information sur le programme	<p>Deux intervenants recommandent de supprimer, dans le paragraphe <i>a</i> de la rubrique 2, l'obligation de fournir l'information sur les intérêts payables jusqu'à l'échéance. Un intervenant mentionne que la présentation de cette information serait impossible étant donné que les intérêts payables jusqu'à l'échéance changent quotidiennement, entraînant une mise à jour continue, et qu'un aperçu mensuel ne serait pas utile aux investisseurs et pourrait être trompeur. Un autre intervenant indique que l'information sur la valeur nominale et les intérêts payables ne devrait pas non plus être requise aux termes du paragraphe <i>a</i> de la rubrique 2, puisque c'est le montant total des produits titrisés à court terme en circulation qui est une information utile aux investisseurs.</p> <p>Un intervenant propose que le sous-paragraphe <i>ii</i> du paragraphe <i>b</i> de la rubrique 2 exige seulement d'indiquer le montant ou le pourcentage des liquidités rendues disponibles plutôt que ces deux éléments.</p> <p>Trois intervenants recommandent de supprimer l'obligation de fournir l'échéance moyenne en jours aux termes du paragraphe <i>d</i> de la rubrique 2 parce que cette échéance peut changer quotidiennement et qu'elle n'est pas utile aux investisseurs.</p>	<p>Cette rubrique a été modifiée pour n'exiger que la présentation de la valeur nominale totale des produits titrisés en circulation.</p> <p>L'information sur les mécanismes standards de soutien de liquidité se trouve maintenant dans la notice d'information.</p> <p>Nous avons supprimé cette obligation.</p>
4 – Portefeuille d'actifs	Un intervenant recommande de supprimer le paragraphe <i>c</i> de la rubrique 4.2, qui exige de fournir le montant des actifs obtenus de chaque émetteur, parce que l'information peut être calculée autrement et qu'il n'est pas nécessaire, pour les émetteurs, de résumer les calculs. Un intervenant propose de modifier cette rubrique pour permettre également de présenter l'information sous forme de tableau.	Cette obligation a été modifiée.
5 – Actifs de deuxième niveau	Deux intervenants recommandent de supprimer cette obligation, car l'information s'y rattachant serait fournie sous la rubrique 4.	Nous avons supprimé cette obligation.

Rubrique	Commentaires	Réponses
<p>6 – Changements dans le portefeuille d’actifs</p>	<p>Trois intervenants ne sont pas d’avis qu’il est nécessaire de fournir, comme l’exige le paragraphe <i>a</i> de la rubrique 6, l’information sur les nouveaux actifs, car cette information serait présentée aux termes de la rubrique 8 et qu’une comparaison avec le rapport d’information mensuel du mois précédent peut être effectuée. Ils estiment également que la présentation d’information sur les actifs soustraits du portefeuille, comme l’exige le paragraphe <i>b</i> de la rubrique 6, est sans pertinence pour les investisseurs.</p> <p>Un intervenant recommande de ne pas exiger, au paragraphe <i>c</i> de la rubrique 6, la présentation de la raison de l’ajout ou de la soustraction de certains actifs du portefeuille d’actifs, parce que cette information n’est pas utile aux investisseurs. Un intervenant craint que cette information révèle des renseignements confidentiels, notamment des renseignements d’affaires de nature délicate, relativement aux initiateurs, aux vendeurs et aux débiteurs principaux. Deux intervenants recommandent également de supprimer le paragraphe <i>d</i> de la rubrique 6, car l’on peut obtenir les changements dans les engagements en effectuant une comparaison par rapport au rapport d’information mensuel du mois précédent et que les niveaux d’engagements peuvent varier quotidiennement.</p>	<p>Ces obligations ont été supprimées.</p>
<p>7 – Conformité du programme et événements entraînant l’annulation</p>	<p>Deux intervenants proposent que l’information à fournir sur les événements aux termes des sous-paragraphes <i>ii</i> et <i>iv</i> du paragraphe <i>a</i> de la rubrique 7 se limite aux circonstances où l’on pourrait raisonnablement s’attendre à ce que ceux-ci aient une incidence défavorable sur le remboursement des BTAA. Un intervenant demande de préciser s’il serait suffisant, pour satisfaire à l’obligation prévue au paragraphe <i>c</i> de la rubrique 7, d’indiquer le rehaussement de crédit nécessaire et le rehaussement de crédit disponible aux termes de la rubrique 8.</p> <p>Un intervenant mentionne que la présentation d’information sur le rehaussement de crédit pour l’ensemble du programme aux termes du sous-paragraphe <i>iii</i> du paragraphe <i>a</i> de la rubrique 7 serait importante pour les investisseurs.</p>	<p>Nous avons remplacé l’obligation d’information détaillée qu’impose cette rubrique par une obligation d’information plus générale (à la rubrique 5) qui exige la présentation d’information sur les événements ou les circonstances dont le conduit pourrait raisonnablement s’attendre à ce qu’ils aient une incidence défavorable importante sur le placement de produits titrisés à court terme ou à ce qu’ils obligent le conduit à cesser d’émettre ces produits.</p> <p>Certaines des obligations d’information prévues sous cette rubrique (p. ex. aux paragraphes <i>e</i> et <i>g</i> de la rubrique 7) ont été déplacées vers la notice d’information.</p> <p>L’obligation de présenter de l’information sur le rehaussement de crédit pour l’ensemble du programme a été maintenue, mais il faut maintenant indiquer cette information dans la notice d’information.</p>

Rubrique	Commentaires	Réponses
<p>8.2 – Résumé des opérations de titrisation</p>	<p>Un intervenant recommande de modifier la rubrique 8.2 pour permettre de présenter l'information sous forme de diagramme ou de tableau.</p> <p>Deux intervenants proposent de supprimer le sous-paragraphe <i>i</i> du paragraphe <i>b</i> de la rubrique 8.2, qui exige de fournir la durée résiduelle moyenne des actifs (si elle est importante), parce qu'il peut être impossible, pour les administrateurs du conduit, de fournir cette information. Deux intervenants demandent de supprimer le paragraphe <i>d</i> de la rubrique 8.2 (le nombre de débiteurs), car cette information change fréquemment et peut être inutile pour les investisseurs.</p> <p>Deux intervenants s'interrogent sur la pertinence de fournir la notation attribuée aux initiateurs aux termes du paragraphe <i>f</i> de la rubrique 8.2 et craignent que cette information révèle l'identité de ceux-ci.</p> <p>Un intervenant recommande de simplifier la présentation de la performance des actifs prévue au paragraphe <i>g</i> de la rubrique 8.2 parce que différentes catégories d'actifs peuvent avoir différentes mesures de la performance.</p>	<p>Il est possible de présenter l'information qu'exige la rubrique 8.2 (maintenant, la rubrique 2) sous forme de diagramme ou de tableau, sauf celle sur les opérations visant des actifs (maintenant, la rubrique 4), qui doit être présentée sous forme de tableau.</p> <p>L'obligation d'information prévue au sous-paragraphe <i>i</i> du paragraphe <i>b</i> de la rubrique 8.2 a été supprimée. Le nombre d'actifs ou de débiteurs dans le portefeuille d'actifs ne doit être indiqué que si cette information est disponible.</p> <p>L'obligation d'information prévue au paragraphe <i>f</i> de la rubrique 8.2 (maintenant, le paragraphe <i>d</i> de la rubrique 2.1) a été modifiée pour prévoir l'obligation d'indiquer si la notation est dans la catégorie d'évaluation la plus élevée ou non.</p> <p>Cette obligation a été simplifiée.</p>
<p>8.3 – Fournisseur de rehaussement de crédit de l'opération de titrisation</p>	<p>En raison du manque de clarté sur les entités incluses dans l'expression « fournisseur de rehaussement de crédit de l'opération », un intervenant demande que l'information à fournir aux termes de la rubrique 8.3 se limite au rehaussement de crédit disponible pour l'opération.</p> <p>Un intervenant estime que, sauf en cas de changement important dans le rehaussement de crédit du conduit, cette information ne devrait pas apparaître dans le rapport d'information mensuel. La nature et le montant de tout rehaussement de crédit supplémentaire pour chaque opération sont déterminés à chaque opération. L'intervenant recommande que le paragraphe <i>a</i> de la rubrique 8.3 exige d'indiquer le pourcentage du rehaussement de crédit propre à chaque opération. À son avis, le paragraphe <i>b</i> de la rubrique 8.3 est trompeur, car le rehaussement de crédit pour une opération donnée ne serait généralement pas mis à disposition pour toute la catégorie de produits titrisés à court terme; il faudrait donc modifier ce paragraphe pour faire uniquement référence au rehaussement</p>	<p>Nous avons modifié l'obligation pour préciser notre intention d'exiger uniquement la présentation d'information sur le rehaussement de crédit mis à disposition pour l'opération. Nous avons également précisé que nous souhaitons que cette information soit présentée sous forme de somme d'argent ou de pourcentage.</p>

Rubrique	Commentaires	Réponses
	de crédit pour la structure du conduit.	
	Trois intervenants mettent en doute la pertinence de fournir l'information prévue aux paragraphes c et d de la rubrique 8.3 et proposent que cette information ne soit fournie qu'en ce qui concerne le programme, dans la notice d'information.	Ces obligations d'information ont été modifiées et déplacées vers la notice d'information.
8.4 – Levier financier	Un intervenant recommande de supprimer la rubrique 8.4 puisqu'elle vise uniquement les financements structurés ou les produits structurés, qui ne peuvent pas être inclus dans le portefeuille d'actifs. De même, un intervenant demande des précisions sur la signification attribuée au terme « levier financier » et craint que ce terme soit interprété comme incluant les billets de trésorerie.	Ces obligations d'information ont été modifiées et déplacées vers la notice d'information.
11 – Conflits d'intérêts	Un intervenant affirme qu'il n'est pas nécessaire de fournir dans un prospectus de l'information sur les conflits d'intérêts touchant les titres adossés à des actifs, et qu'aucune considération particulière ne justifie une telle obligation dans le cas qui nous occupe.	Ces obligations d'information ont été supprimées.

C. COMMENTAIRES SUR LE RÉGIME DE LA DISPENSE DE PROSPECTUS POUR LES TITRES DE CRÉANCE À COURT TERME

1. Questions tirées de l'avis des ACVM

Question	Commentaires	Réponses
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	<p>Deux intervenants ne croient pas que la condition relative aux notations multiples modifiée soit nécessaire pour maintenir une qualité de crédit minimale et indiquent qu'une notation attribuée par une agence de notation désignée serait suffisante.</p> <p>Un intervenant affirme que les agences de notation désignées forment un petit groupe composé de sociétés bien connues ayant fait leurs preuves à l'échelle mondiale et étant assujetties à la réglementation des ACVM. Il ajoute que si les ACVM sont d'avis qu'un seuil minimal est requis, les notations proposées dans la condition relative aux notations multiples modifiée sont inappropriées et pourraient semer la confusion dans l'esprit des investisseurs. Il mentionne que, dans sa version actuelle, la condition relative aux notations multiples modifiée serait différente des seuils de notation équivalents établis par d'autres organismes de réglementation, comme le BSIF. Par conséquent, cet intervenant estime que la notation</p>	<p>Nous continuons de croire que les normes minimales de qualité de crédit pour les billets de trésorerie sont importantes et avons maintenu, dans les modifications révisées, la condition relative aux notations multiples modifiée. À notre avis, cette condition permet de contourner l'obstacle réglementaire dissuadant les émetteurs d'obtenir des notations supplémentaires tout en harmonisant le traitement des émetteurs de billets de trésorerie qui ont un risque de crédit semblable et en assurant des normes minimales de qualité de crédit pour les billets de trésorerie émis sans prospectus.</p> <p>En ce qui concerne les seuils appropriés de la condition relative aux notations multiples modifiée, nous avons précisé la notation minimale de Standard & Poor's, à l'échelle nationale canadienne</p>

Question	Commentaires	Réponses
<p>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?</p>	<p>appropriée de DBRS dans la condition relative aux notations multiples modifiée devrait s'établir à R-2 (élevée).</p> <p>Un autre intervenant est d'avis que les notations requises dans le régime actuel de la dispense relative aux billets de trésorerie devraient satisfaire l'objectif 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. Il estime que la condition relative aux notations multiples modifiée représenterait un obstacle réglementaire dissuadant les émetteurs de billets de trésorerie d'obtenir des notations supplémentaires, dans l'éventualité où une notation supplémentaire ne répondrait pas aux normes minimales. En outre, cet intervenant ne voit pas pourquoi les émetteurs qui bénéficient actuellement d'une dispense, mais qui ne répondraient pas aux exigences des conditions proposées relatives aux notations, devraient être tenus de demander une dispense.</p> <p>Un intervenant appuie les conditions proposées et affirme que la condition de seuil de notation et la condition relative aux notations multiples modifiée qui sont proposées permettront de tenir compte de tous les programmes actuellement en vigueur dans le marché canadien. Il croit que la mise en œuvre de la condition relative aux notations multiples modifiée à titre de mesure secondaire éliminerait l'obstacle réglementaire à l'obtention de notations supplémentaires tout en assurant le maintien de normes minimales de qualité de crédit. En ce qui concerne les seuils appropriés, cet intervenant recommande que la notation A-1 (faible) de l'échelle canadienne de Standard & Poor's soit la notation minimale qui réponde à la condition relative aux notations multiples modifiée. Il estime également qu'il devrait y avoir une disposition prévoyant les droits acquis du petit groupe d'émetteurs qui ont antérieurement obtenu une dispense et qui ne rempliraient pas la condition relative aux notations multiples modifiée.</p> <p>Un intervenant affirme que les ACVM devraient clairement indiquer l'échelle de Standard & Poor's à laquelle les obligations se rapportent, et que cette échelle doit être l'échelle canadienne. Il mentionne également qu'il faudrait établir les obligations en faisant référence aux notations à long terme dans la catégorie d'évaluation la plus élevée et, sur cette base, il propose que, pour DBRS, le seuil de la condition relative aux notations multiples modifiée s'établisse à R-2 (élevée) et que, pour Standard & Poor's, il s'établisse à A-1 (faible) (échelle canadienne).</p>	<p>et à l'échelle mondiale.</p> <p>Pour le moment, nous ne modifions pas la notation de DBRS dans la condition relative aux notations multiples modifiée. À notre avis, les notations proposées dans cette condition et dans la condition de seuil de notation reflètent le marché canadien actuel des billets de trésorerie, tiennent compte de la plupart des programmes en vigueur sur les billets de trésorerie et rendent compte de la qualité de crédit actuelle des billets de trésorerie qui sont émis sur le marché.</p> <p>En ce qui concerne le manque de cohérence avec les seuils de notation établis par d'autres organismes de réglementation, y compris le BSIF, il est à noter que les autorités en valeurs mobilières et les organismes de réglementation prudentielle utilisent les notations à différentes fins. Les notations du régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme jouent un rôle de protection des investisseurs et de contrôle en permettant l'émission de billets de trésorerie de qualité supérieure sans prospectus. Les émetteurs qui n'atteignent pas les seuils de notation pourraient émettre seulement des billets de trésorerie sous le régime d'un prospectus ou d'une autre dispense de prospectus qui pourrait comprendre des obligations d'information et des restrictions à la revente. Par ailleurs, les organismes de réglementation prudentielle ou en matière de solvabilité ont recours aux notations pour les besoins des calculs en matière d'adéquation du capital, de la liquidité ou d'autres mesures prudentielles concernant les institutions financières qu'ils réglementent. Les motifs qui sous-tendent l'utilisation des notations diffèrent selon que les notations sont utilisées pour la protection des investisseurs ou à des fins prudentielles ou de solvabilité, et expliquent que les seuils prévus par la réglementation prudentielle soient différents.</p> <p>Nous savons que certains émetteurs qui bénéficient actuellement d'une dispense ne répondraient pas aux conditions modifiées du régime de la dispense compte tenu de leurs notations actuelles. Nous examinerons la situation de ces émetteurs au cas par cas.</p>

Question	Commentaires	Réponses
		<p>Nous continuerons aussi d'examiner les demandes de dispense dans les circonstances appropriées.</p>
<p>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?</p>	<p>Trois intervenants approuvent la condition de seuil de notation; toutefois, un intervenant propose que l'échelle de Standard & Poor's qui est utilisée soit l'échelle canadienne.</p> <p>Selon un intervenant, les notations requises dans le régime actuel de la dispense relative aux billets de trésorerie sont très élevées, et les émetteurs qui se voient attribuer ces notations sont reconnus comme étant très solvables, ce qui devrait satisfaire à l'objectif de maintien de normes minimales de qualité de crédit pour les billets de trésorerie émis sous le régime de la dispense. Il croit qu'il serait plus rapide et plus équitable de codifier les notations exigées sous le régime actuel de la dispense relative aux billets de trésorerie et de traiter les demandes de dispense avec plus de rigueur.</p> <p>Un intervenant n'approuve pas, de façon générale, l'utilisation des notations, mais, si des notations minimales doivent continuer d'être une condition à l'obtention de la dispense, il approuve l'obligation d'obtenir au moins deux notations.</p>	<p>À notre avis, l'obligation d'obtenir au moins une notation égale ou supérieure à un certain seuil qui est prévue par la condition du seuil de notation contribuera à maintenir des normes élevées de qualité de crédit pour les billets de trésorerie émis sans prospectus.</p> <p>En ce qui concerne les seuils appropriés de notation, nous sommes d'accord avec les intervenants qui proposent d'apporter des précisions sur les échelles de Standard & Poor's. Nous avons modifié les seuils pour préciser que la notation minimale de Standard & Poor's prévue par la condition de seuil de notation est celle de l'échelle nationale canadienne.</p> <p>La majorité des émetteurs qui bénéficient actuellement d'une dispense pourraient émettre des billets de trésorerie suivant les seuils de notation modifiés. Comme il a été mentionné, nous savons que certains émetteurs qui bénéficient actuellement d'une dispense ne répondraient pas aux conditions modifiées du régime de la dispense compte tenu de leurs notations actuelles. Nous examinerons la situation de ces émetteurs au cas par cas.</p>

<p>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'efficacité 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?</p>	<p>Voir A. Commentaires généraux sur l'utilisation des notations.</p>	<p>Voir A. Commentaires généraux sur l'utilisation des notations.</p>
<p>4. Faudrait-il exclure de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme les cas où :</p> <ul style="list-style-type: none"> ● une agence de notation désignée a annoncé que la notation attribuée aux billets de trésorerie est en cours de révision et peut être abaissée; 	<p>Selon un intervenant, il faudrait exclure de la dispense le cas où une agence de notation désignée a annoncé que la notation est en cours de révision et peut être abaissée de sorte que les billets de trésorerie ne rempliraient plus la condition de seuil de notation et la condition relative aux notations multiples modifiée.</p> <p>Selon d'autres intervenants, il ne faudrait pas exclure ce cas de la dispense. Un intervenant ajoute que souvent, ces annonces ne se traduisent pas par la prise de mesures. Il est d'avis que les conséquences potentielles défavorables pour un émetteur l'emportent de loin sur la protection des investisseurs qu'une telle disposition pourrait procurer.</p>	<p>Nous n'avons pas inclus une condition d'« absence d'annonce » dans le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme.</p>

<ul style="list-style-type: none">• 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?		
--	--	--