

Erratum

Avis de publication des ACVM - Modifications concernant les créances hypothécaires syndiquées

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

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

Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription

Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites

Veillez prendre note qu'une erreur s'est glissée dans les versions française et anglaise de l'avis de consultation des ACVM publiées à la section 6.2.2 du Bulletin du 6 août 2020 (vol. 17, n° 31).

Cette erreur s'est glissée dans l'annexe B de l'avis sous **Dispense d'inscription pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles**, en français et sous **Registration exemption for QSMS** en anglais.

Dans la version française, le 2^e paragraphe se lisait comme suit :

Nous ne proposons pas de dispense d'inscription pour le placement de créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec. L'Autorité des marchés financiers **élabore actuellement** la réglementation locale **visant à encadrer** le courtage hypothécaire, et nous sommes d'avis qu'il serait prématuré de proposer une dispense d'inscription en faveur des personnes qui placent de telles créances au Québec **tant que ce cadre ne sera pas au point. Ce faisant, nous** continuerons d'évaluer si nous devrions proposer une dispense d'inscription pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec

Il aurait dû se lire comme suit :

Nous ne proposons pas de dispense d'inscription pour le placement de créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec. L'Autorité des marchés financiers **a adopté, le 1^{er} mai 2020**, la réglementation locale **encadrant** le courtage hypothécaire, et nous sommes d'avis qu'il serait prématuré de proposer une dispense d'inscription en faveur des personnes qui placent de telles créances au Québec **à ce moment. Nous** continuerons d'évaluer si nous devrions proposer une dispense d'inscription pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec.

Dans la version anglaise, le 2^e paragraphe se lisait comme suit :

We are not proposing a registration exemption for the distribution of QSMS in Québec. The Autorité des marchés financiers **is currently developing a** local framework and rules to oversee mortgage brokers and dealers, and we think that it would be premature to propose a registration exemption for persons distributing QSMS in Québec **until the framework is completed. In developing these new rules, we** will continue to assess whether we should propose a registration exemption for the distribution of QSMS in Québec.

Il aurait dû se lire comme suit :

We are not proposing a registration exemption for the distribution of QSMS in Québec. The Autorité des marchés financiers **adopted on May 1, 2020, a** local framework and

rules to oversee mortgage brokers and dealers, and we think that it would be premature to propose a registration exemption for persons distributing QSMs in Québec **at this time. We** will continue to assess whether we should propose a registration exemption for the distribution of QSMs in Québec.

Les versions française et anglaise corrigées de l'avis de publication des ACVM sont publiées ci-dessous.

Fait le 1^{er} octobre 2020

Avis de publication des ACVM Modifications concernant les créances hypothécaires syndiquées

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

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

Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription

Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites

Le 6 août 2020

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) apportent des modifications concernant les créances hypothécaires syndiquées (collectivement, les **modifications**) aux textes réglementaires suivants :

- le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le **Règlement 45-106**) et le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**);
- l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (l'**Instruction générale 45-106**) et l'*Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*.

Les modifications ont été initialement publiées pour consultation le 8 mars 2018 (le **projet de 2018**) et une version révisée en a été publiée pour une deuxième consultation le 15 mars 2019 (le **projet de 2019**).

Objet

Les modifications comprennent des changements apportés à certaines dispenses de prospectus et d'inscription ouvertes pour le placement de créances hypothécaires syndiquées, dont les suivants :

- élimination des dispenses de prospectus et d'inscription prévues à l'article 2.36 du Règlement 45-106 et à l'article 8.12 du Règlement 31-103 (les **dispenses relatives aux créances hypothécaires**), respectivement, pour le placement de créances hypothécaires syndiquées à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon¹;
- introduction de conditions supplémentaires à la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre prévue à l'article 2.9 du Règlement 45-106 (la **dispense pour notice d'offre**) qui s'appliqueront lorsque la dispense servira à placer des créances hypothécaires syndiquées;
- modification de la dispense de prospectus pour l'émetteur fermé prévue à l'article 2.4 du Règlement 45-106 (la **dispense pour l'émetteur fermé**) de sorte qu'elle ne puisse être invoquée pour le placement de créances hypothécaires syndiquées.

Résumé des changements apportés au projet de 2018

Nous avons reçu 26 mémoires en réponse au projet de 2018.

À la lumière des commentaires reçus :

- l'Ontario, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse et Terre-Neuve-et-Labrador ont proposé des dispenses de prospectus et d'inscription à titre de courtier, et l'Alberta et le Québec, une dispense de prospectus, pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles, qui sont similaires aux dispenses déjà offertes en Colombie-Britannique en vertu de la Rule 45-501 *Mortgages* de la British Columbia Securities Commission (la **Rule 45-501**);
- l'Alberta a proposé une dispense de prospectus pour les créances hypothécaires syndiquées placées auprès de clients autorisés, qui est similaire à celle relative aux placements de créances hypothécaires syndiquées auprès d'investisseurs institutionnels prévue par la Rule 45-501;
- nous avons proposé des changements aux modifications relatives à la dispense pour notice d'offre, notamment ce qui suit :
 - une modification de la date du rapport d'évaluation d'un immeuble de sorte qu'elle tombe dans les 6 mois, plutôt que dans les 12 mois, précédant celle de sa remise au souscripteur;
 - l'élimination du projet d'attestation du courtier hypothécaire;
 - l'ajout d'indications concernant l'identité de l'émetteur des créances hypothécaires syndiquées;

¹ Les créances hypothécaires syndiquées sont déjà exclues des dispenses relatives aux créances hypothécaires en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, au Québec et en Saskatchewan.

- nous avons changé les dates d'entrée en vigueur proposées afin que toutes les modifications entrent simultanément en vigueur, au lieu que les modifications liées au prospectus n'entrent en vigueur avant celles relatives à l'inscription.

Ces projets de modification ont été publiés pour consultation dans le cadre du projet de 2019 et sont essentiellement compris dans les modifications.

Résumé des changements apportés au projet de 2019

Nous avons reçu 11 mémoires en réponse au projet de 2019. Les commentaires sont résumés à l'Annexe A du présent avis.

Les modifications sont essentiellement identiques à celles du projet de 2019. À la lumière des commentaires reçus, les changements suivants ont été apportés :

- nous avons clarifié la définition de l'expression « association professionnelle »;
- nous avons ajouté des exemples de facteurs de risque potentiels dans les instructions à la rubrique 3 de l'Annexe 45-106A18, *Information supplémentaire à fournir dans la notice d'offre relative aux créances hypothécaires syndiquées* (l'**Annexe 45-106A18**);
- nous avons révisé la rubrique 7 de l'Annexe 45-106A18 pour inclure de l'information sur la subordination éventuelle de la créance hypothécaire syndiquée et clarifier le mode de calcul du ratio prêt-valeur;
- nous avons reporté la date d'entrée en vigueur au 1^{er} mars 2021;
- les autorités de certains territoires proposent des modifications supplémentaires à leurs dispenses relatives aux créances hypothécaires syndiquées d'application locale, tel qu'il est énoncé dans l'annexe locale pour ces territoires.

Incidences sur les investisseurs

Les investisseurs des créances hypothécaires syndiquées qui se prévalent de la dispense pour notice d'offre auront droit à de l'information supplémentaire sur leur investissement. Nous nous attendons à ce que cela les aide à prendre des décisions éclairées, tout en permettant aux personnes inscrites qui participent au placement de mieux remplir leurs obligations à cet égard.

Les investisseurs bénéficieront également, dans tous les territoires, des protections associées à la participation d'une personne inscrite au placement.

Coûts et avantages prévus des modifications

On s'attend à ce que les coûts et avantages prévus des modifications soient essentiellement identiques à ceux du projet de mars 2018. Dans les territoires où des modifications locales sont

mises en œuvre, y compris une dispense relative aux créances hypothécaires admissibles, une annexe du présent avis peut renfermer des renseignements supplémentaires.

Autres solutions envisagées

Nous avons envisagé la mise en œuvre du projet de 2019 dans sa forme initiale de même que des autres solutions suggérées par les intervenants dans l'Annexe A.

Points d'intérêt local

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

Dans certains territoires, la mise en œuvre des modifications nécessite l'approbation ministérielle. Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 1^{er} mars 2021.

Contenu des annexes

Annexe A – Résumé des commentaires et réponses

Annexe B – Points d'intérêt local (Québec)

Questions

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

Autorité des marchés financiers

Alexandra Lee
Analyste à la réglementation
514 395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

David Surat
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416 593-8052
dsurat@osc.gov.on.ca

Matthew Au
Senior Accountant, Corporate Finance
416.593-8132
mau@osc.gov.on.ca

Melissa Taylor
Legal Counsel, Corporate Finance
416 596-4295
mtaylor@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
416 593-8288
phayward@osc.gov.on.ca

Adam Braun
Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
416 593-2348
abraun@osc.gov.on.ca

Alberta Securities Commission

Lanion Beck
Senior Legal Counsel
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
403 355-2804
jan.bagh@asc.ca

British Columbia Securities Commission

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
604 899-6654
lrose@besc.bc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Mikale White
Legal Counsel, Securities Division
306 798-3381
mikale.white@gov.sk.ca

Commission des services financiers et des services aux consommateurs, Nouveau-Brunswick

Ella-Jane Loomis
Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières
506 453-6591
ella-jane.loomis@fcnb.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Sarah Hill
Legal Counsel
204 945-0605
sarah.hill@gov.mb.ca

Nova Scotia Securities Commission

H. Jane Anderson
Executive Director and Secretary to the Commission
902 424-0179
jane.anderson@novascotia.ca

ANNEXE A
RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES ET RÉPONSES

Intervenant
Institut canadien des évaluateurs (Keith Lancaster)
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (Ermanno Pascutto and Vanisha Sukdeo)
Firm Capital Corporation (Eli Dadouch)
Foremost Financial Corporation (Evan Cooperman and Ricky Dogon)
MarshallZehr Group (Murray Snedden)
Ontario Mortgage Investment Companies Association (Adam Rose, Ricky Dogon and Robert Trager)
Ordre des évaluateurs agréés du Québec ¹
The Private Capital Markets Association (Craig Skauge, Diane Soloway, Frank Laferrière and Georgina Blanas)
PMC Funding (Stephen Lidsky)
Vector Financial Services Limited (Mitchell Oelbaum)

Numéro	Commentaire	Réponse
<i>Soutien des objectifs des projets de modification</i>		
1.	Six intervenants appuient les objectifs généraux d'amélioration de la protection des investisseurs et d'harmonisation de la réglementation des créances hypothécaires syndiquées. Un seul salue les efforts déployés par les ACVM et leurs partenaires provinciaux pour combler les lacunes en matière d'investissements dans de telles créances en vue de protéger le public et d'atténuer les risques de fraude hypothécaire. Un intervenant est entièrement d'accord avec les objectifs sous-tendant le projet, à savoir introduire des mécanismes supplémentaires de protection des investisseurs pour le	Nous remercions les intervenants de leur appui et de leurs commentaires.

¹ Soumis dans le cadre de la consultation sur la publication initiale du 8 mars 2018.

Numéro	Commentaire	Réponse
	placement de créances hypothécaires syndiquées.	
2.	Un intervenant reconnaît la nécessité de surveiller davantage les sociétés offrant aux investisseurs des prêts ne leur convenant pas, mais estime que les nouvelles obligations devraient être limitées aux « financements par capitaux propres » et ne pas viser les agents privés de syndication hypothécaire.	<p>Ce projet a notamment pour objectif de répondre aux préoccupations concernant le placement inapproprié de produits d'investissement à risque élevé dans le cadre de projets immobiliers sous le régime actuel des dispenses de prospectus et d'inscription relatives aux créances hypothécaires. Toutefois, les modifications visent principalement à harmoniser substantiellement les obligations applicables aux créances hypothécaires syndiquées à l'échelle des ACVM.</p> <p>À l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon, l'exclusion des créances hypothécaires syndiquées des dispenses de prospectus et d'inscription relatives aux créances hypothécaires conformera le traitement de ces investissements avec celui qui leur est actuellement réservé en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, au Québec et en Saskatchewan.</p>
3.	Un intervenant trouve louable l'objectif d'ordre public du projet consistant à protéger les investisseurs/prêteurs tout en évitant le risque systémique qui découlerait de la syndication d'investissements dans des titres assimilables à des capitaux propres déguisés en créances hypothécaires. Selon lui, il s'agit d'une bonne pratique et il est clairement d'un intérêt stratégique à long terme d'avoir un marché viable pour le secteur qui répond aux critères d'octroi adéquat du crédit en fonction de la tolérance au risque des investisseurs.	Nous remercions l'intervenant de son appui et de son commentaire. Pour ce qui est des dispenses applicables aux créances hypothécaires syndiquées admissibles dans certains territoires, nous sommes convaincus qu'elles sont restreintes aux créances hypothécaires ne soulevant pas les mêmes préoccupations en matière de protection des investisseurs que les investissements sur lesquels le projet est censé porter.

Numéro	Commentaire	Réponse
	Cependant, en l'absence de modifications élargissant la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible », les projets entraîneraient à son avis une diminution du crédit disponible et des incidences défavorables.	
<i>Participation des investisseurs individuels</i>		
4.	Un intervenant suggère, dans le contexte de la législation relative aux prêts hypothécaires en vigueur en Ontario, d'interdire carrément aux investisseurs individuels d'investir dans des créances hypothécaires syndiquées non admissibles.	<p>Nous sommes conscients des inquiétudes entourant l'offre de créances hypothécaires syndiquées non admissibles à des investisseurs individuels qui ne sont pas des investisseurs qualifiés. Nous n'estimons toutefois pas approprié d'exclure complètement ces offres. L'ajout de conditions à la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre vise à donner suite aux préoccupations en matière de protection des investisseurs pouvant découler de la commercialisation de ces produits auprès d'investisseurs individuels.</p> <p>L'autre dispense de prospectus que nous nous attendons à voir invoquer pour la vente de créances hypothécaires syndiquées non admissibles aux investisseurs individuels est la dispense de prospectus pour placement auprès de parents, amis et partenaires. Sous le régime de cette dispense, l'obligation que l'émetteur et l'acquéreur soient étroitement liés vise à assurer que les investisseurs individuels sont mieux outillés pour évaluer le risque du placement. En outre, la déclaration de placement avec dispense requise permettra aux autorités en valeurs mobilières de surveiller le recours à cette dispense pour le placement de créances hypothécaires syndiquées.</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
5.	<p>Un intervenant fait valoir que le plafond annuel actuellement applicable en vertu de la législation relative aux prêts hypothécaires de l'Ontario aux placements dans des « hypothèques consortiales non admissibles » (appellation qui y est donnée aux créances hypothécaires non syndiquées), soit 60 000 \$ pour les investisseurs n'appartenant pas à une catégorie désignée, empêche de fait les investisseurs d'investir dans des prêts hypothécaires de premier rang parce que les sommes sont supérieures à 60 000 \$ et les obligations en matière de syndication, trop lourdes. Selon lui, ce plafond expose les investisseurs à davantage de risques en les restreignant à des prêts hypothécaires privés de moins de 60 000 \$.</p>	<p>En Ontario, nous prévoyons que bon nombre des obligations visant les « hypothèques consortiales non admissibles » en vertu de la législation relative aux prêts hypothécaires, dont le plafond de 60 000 \$, cesseront de s'appliquer après la date d'entrée en vigueur des modifications.</p> <p>Des plafonds d'investissement peuvent s'appliquer sous le régime de la dispense de prospectus expressément invoquée, comme celle pour placement au moyen d'une notice d'offre dans certains territoires. En outre, les personnes inscrites participant à un placement de créances hypothécaires syndiquées seront assujetties aux normes de convenance et de concentration des placements en vertu de leurs obligations envers les clients.</p>
<i>Risques associés aux créances hypothécaires syndiquées et comparaison avec d'autres titres</i>		
6.	<p>Quatre intervenants estiment que les créances hypothécaires syndiquées sont considérées à tort comme des investissements à risque élevé et qu'elles ne devraient pas être traitées différemment des autres titres.</p>	<p>L'un des principaux objectifs de ces modifications à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon consiste à harmoniser les obligations relatives aux créances hypothécaires syndiquées avec celles du reste des membres des ACVM.</p> <p>Nous sommes d'avis que des obligations expressément prévues pour ces créances sous le régime de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre sont appropriées, car cette dispense est généralement associée aux placements auprès d'investisseurs individuels. Par ailleurs, nous ne croyons pas que ces produits devraient être offerts sous le régime de la dispense de prospectus</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
		pour l'émetteur fermé. Les créances hypothécaires syndiquées offertes sous le régime d'autres dispenses, comme la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, seront soumises aux mêmes conditions que les autres titres offerts sous le régime de ces dispenses.
<i>Période de transition</i>		
7.	Un intervenant indique que la date d'entrée en vigueur proposée, à savoir le 31 décembre 2019, des modifications apportées aux dispenses de prospectus et d'inscription ne laisse pas assez de temps aux participants au marché, et que l'entrée en vigueur des modifications relatives à l'inscription devrait être reportée d'un an, soit au 31 décembre 2020.	La date d'entrée en vigueur des modifications a été reportée au 1 ^{er} mars 2021 pour accorder davantage de temps aux participants au marché.
8.	Un intervenant fait remarquer qu'il faut donner aux fournisseurs existants de ce type de financement et aux participants actuels à celui-ci suffisamment de temps pour s'ajuster au nouveau régime d'obtention de permis et de réglementation. Les engagements de financement en place assortis d'exigences de financement continues sont difficilement modifiables à la mi-durée du prêt hypothécaire, et une mise en défaut de l'emprunteur en raison de son incapacité de respecter les nouvelles normes ne fait qu'exposer les prêteurs participants à des risques accrus.	Nous reconnaissons que les participants au marché auront besoin de temps pour s'ajuster à l'élimination des dispenses actuellement ouvertes pour le placement de créances hypothécaires syndiquées à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon. Les obligations s'appliqueront aux créances placées après la date d'entrée en vigueur des modifications et non aux créances existantes. Toutefois, les avances futures de fonds par les prêteurs existants seront conditionnelles à la disponibilité d'autres dispenses de prospectus pour les investisseurs individuels qui ne sont pas des investisseurs qualifiés.
<i>Conformité</i>		
9.	Selon un intervenant, les mécanismes de conformité réglementaire devraient être rehaussés de sorte que les participants au	Comme c'est déjà le cas en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, au Québec et

Numéro	Commentaire	Réponse
	<p>processus d'offre de placements dans des créances hypothécaires syndiquées respectent les dispositions réglementaires et n'induisent pas les investisseurs en erreur. Les ACVM et la CVMO devraient affecter des ressources à la facilitation de la conformité et à la mise en application des dispositions réglementaires visant ce type de placements une fois celles-ci en place.</p>	<p>en Saskatchewan, la surveillance des créances hypothécaires syndiquées tombera sous le coup de nos programmes existants de conformité et d'application pour le marché dispensé. Les autorités de tous les territoires s'attendent à ce que les renseignements fournis au moyen des déclarations de placement avec dispense facilitent la surveillance de l'activité relative à ces créances.</p>
<i>Réglementation des créances hypothécaires syndiquées par plusieurs organismes</i>		
10.	<p>Cinq intervenants proposent qu'une seule autorité surveille toutes les activités de collecte de capital hypothécaire, peu importe les caractéristiques de la créance hypothécaire et que cela prenne la forme d'une syndication ou d'une structure de fonds.</p>	<p>Les intervenants font principalement référence à l'état actuel de la réglementation en Ontario. Se reporter à l'annexe locale en Ontario pour un exposé des changements prévus à la réglementation d'application locale.</p> <p>Comme nous l'avons mentionné, les créances hypothécaires syndiquées sont actuellement soumises à la réglementation par l'autorité en valeurs mobilières en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, au Québec et en Saskatchewan. Les placements dans des créances hypothécaires effectués par l'entremise d'une structure de fonds ou d'une entité de placement hypothécaire sont actuellement réglementés de la même façon que tout autre titre, et visés par les obligations de prospectus et d'inscription dans l'ensemble des territoires.</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
11.	D'après quatre intervenants, les dédoublements réglementaires auront pour résultat de dédoubler les exigences en matière de permis, les frais d'assurance, les besoins de fonds de roulement et les frais administratifs. Ils trouvent que la présence de plusieurs organismes de réglementation ne cadre pas avec l'objectif de réduction du fardeau réglementaire.	Nous faisons remarquer que les créances hypothécaires syndiquées sont déjà réglementées par plus d'un organisme dans plusieurs territoires canadiens. Les modifications reflètent le point de vue selon lequel leurs placements devraient être réglementés pas les autorités en valeurs mobilières, car il s'agit de valeurs mobilières soulevant des préoccupations en matière de protection des investisseurs. Les ACVM continueront de collaborer avec les organismes locaux de réglementation des prêts hypothécaires à l'élimination des chevauchements et dédoublements dans la mesure du possible.
12.	Un intervenant appuie les efforts soutenus de collaboration avec d'autres organismes de réglementation provinciaux (comme l'Autorité ontarienne de réglementation des services financiers), et estime qu'il faudrait mettre l'accent sur la réduction des chevauchements dans la réglementation des activités hypothécaires.	Nous reconnaissons l'importance de collaborer et de réduire le plus possible les chevauchements dans la réglementation.
13.	Quatre intervenants notent que les investisseurs participent fréquemment à la syndication de produits de fonds et de créances hypothécaires. Ils craignent un dédoublement des procédures en matière de connaissance du client et de convenance au client, ainsi qu'une obligation de remplir divers formulaires. Selon eux, les différentes obligations relatives aux placements hypothécaires et aux investissements dans des fonds de placement hypothécaires risquent de mêler les investisseurs.	L'élimination des dispenses de prospectus et d'inscription pour le placement de créances hypothécaires syndiquées à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon signifiera que, dans l'ensemble des territoires, ces créances seront réglementées essentiellement de la même façon que les placements d'autres titres hypothécaires. Ainsi, les obligations applicables aux différents produits seront harmonisées.
14.	Quatre intervenants mentionnent également qu'un potentiel d'arbitrage réglementaire est créé en cas de différences entre les compétences requises	Nous croyons comprendre que ce commentaire se rapporte à la réglementation des parties qui effectuent des opérations sur des

Numéro	Commentaire	Réponse
	<p>aux fins d'obtention de permis et les obligations réglementaires continues. Par ailleurs, si les exigences sont similaires, on peut s'interroger sur la pertinence de faire participer divers organismes de réglementation.</p>	<p>créances hypothécaires syndiquées ou fournissent des conseils à leur égard. Comme nous l'indiquons ailleurs, il est notamment proposé dans ce projet d'exclure ces créances de la dispense d'inscription actuellement ouverte à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon. En général, la participation d'une partie inscrite en vertu de la législation en valeurs mobilières constitue une importante mesure de protection des investisseurs, particulièrement si la créance hypothécaire syndiquée comporte un risque élevé et des modalités complexes.</p> <p>Il ne semble pas non plus y avoir confusion en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, au Québec et en Saskatchewan, où la dispense d'inscription relative aux créances hypothécaires exclut déjà les créances hypothécaires syndiquées (et, par conséquent, les autorités en valeurs mobilières réglementent les parties qui effectuent des opérations sur ces créances ou fournissent des conseils à leur égard).</p>
15.	<p>Quatre intervenants suggèrent que le fait d'avoir un seul organisme de réglementation permettrait une meilleure harmonisation. Ils font remarquer que la fragmentation des fonctions de surveillance réglementaire entre les autorités en valeurs mobilières et les organismes de réglementation des prêts hypothécaires dans chaque territoire est complexe et rend difficile la mise en œuvre à l'échelle du pays.</p>	<p>Nous reconnaissons que le fait d'avoir un seul organisme de réglementation pourrait réduire le fardeau des entités réglementées. Les modifications harmoniseront substantiellement à l'échelle nationale les obligations applicables aux créances hypothécaires syndiquées en vertu de la législation en valeurs mobilières. Toutefois, des variations locales demeureront en raison des approches différentes préconisées par les divers</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
		territoires au chapitre de la législation relative aux créances hypothécaires.
<i>Définitions des expressions « créance hypothécaire syndiquée », « créance hypothécaire syndiquée admissible » et « créance hypothécaire syndiquée non admissible »</i>		
16.	<p>Quatre intervenants proposent de modifier la définition de l'expression « hypothèque consortiale admissible » en Ontario (appellation qui y est donnée aux créances hypothécaires syndiquées admissibles) pour mettre en œuvre une disposition permettant expressément le paiement de frais aux administrateurs d'une manière similaire à ce qui est prévu dans la définition donnée à l'expression « <i>qualified syndicated mortgage</i> » dans la Rule 45-501 de la British Columbia Securities Commission.</p>	<p>La définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible » en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et au Québec n'empêche pas l'imposition de frais aux investisseurs. Les autorités de certains territoires ont proposé des modifications à la définition locale de cette expression afin de clarifier cette question. Se reporter à l'annexe locale des territoires concernés.</p>
17.	<p>Quatre intervenants suggèrent que la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible » englobe toute créance hypothécaire syndiquée respectant les conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • elle est négociée ou établie par l'entremise d'un courtier hypothécaire; • le montant total de la créance, avec toutes les autres créances garanties par l'immeuble et ayant égalité ou priorité de rang, n'excède pas 90 % de la juste valeur de marché de l'immeuble, à l'exclusion de toute valeur pouvant être attribuée aux activités de promotion projetées ou en cours de celui-ci; • mis à part des frais d'administration raisonnables, elle est assortie d'un taux d'intérêt égal à celui de la créance; • elle ne prévoit pas de commissions pour la collecte des capitaux nécessaires au financement du prêt hypothécaire, lorsque le résultat 	<p>En Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et au Québec, les dispenses relatives aux créances hypothécaires syndiquées admissibles partent du principe que ces créances ne sont pas censées susciter des préoccupations importantes en matière de protection des investisseurs et n'exigent pas que l'investisseur comprenne l'activité de l'emprunteur pour pouvoir prendre une décision d'investissement éclairée. La définition se limite donc aux immeubles existants qui sont principalement résidentiels.</p> <p>De l'avis des autorités des territoires ci-dessus, une définition qui engloberait les projets de promotion immobilière, ou les immeubles industriels et commerciaux, n'est pas appropriée.</p> <p>En outre, il est inutile d'exiger dans la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible » que la créance soit négociée ou établie par l'intermédiaire d'un courtier</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
	<p>est que moins de 100 % du capital du prêteur/de l'investisseur est affecté au financement de ce prêt.</p>	<p>hypothécaire, puisque la participation d'un courtier hypothécaire inscrit constitue déjà une condition des dispenses applicables à pareilles créances.</p> <p>Les dispenses relatives aux créances hypothécaires syndiquées admissibles n'empêchent pas l'imposition de frais, tant que ceux-ci sont communiqués aux investisseurs.</p>
18.	<p>Selon un intervenant, la catégorie des créances hypothécaires syndiquées non admissibles comprend de nombreux types d'investissements qui devraient être réglementés différemment. Par exemple, le financement de projets de construction et de promotion soulève d'autres inquiétudes que le financement d'actifs stabilisés, de terrains vierges ou d'immeubles résidentiels, et devrait donc être traité différemment. Il note que les multiples prélèvements effectués dans le cadre du financement de projets de construction suscitent des enjeux uniques que ne posent pas les créances hypothécaires sur des immeubles existants.</p>	<p>Le fait que les créances hypothécaires syndiquées englobent un large éventail de placements, potentiellement assortis de caractéristiques différentes, vient étayer leur exclusion des dispenses générales de prospectus et d'inscription applicables aux créances hypothécaires à l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Nunavut, en Ontario, à Terre-Neuve-et-Labrador, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon.</p>
19.	<p>Un intervenant suggère de considérer comme une créance hypothécaire syndiquée admissible toute créance hypothécaire syndiquée ne visant pas un projet de promotion immobilière de 5 unités ou plus. Il suggère aussi de n'exclure de la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible » que les prêts dont on projette que la valeur future de l'immeuble sera quelque peu différente de la valeur actuelle ou encore ceux dont le rang du prêteur peut changer à son insu ou sans son consentement.</p>	<p>Nous avons délibérément attribué une définition étroite à l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible ». Pareille créance est censée être garantie par un type plus simple d'immeuble existant (principalement résidentiel). Il n'est pas approprié d'étendre la définition à d'autres types d'immeubles ou de projets, comme des projets de promotion immobilière ou encore des immeubles industriels ou commerciaux.</p> <p>Se reporter à l'annexe locale pour des précisions sur les modalités de la définition applicable de l'expression</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
		« créance hypothécaire syndiquée admissible ».
20.	Un intervenant ne voit aucune raison de considérer les immeubles industriels ou commerciaux comme des investissements plus risqués que les immeubles résidentiels et se demande pourquoi ils sont exclus de la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible ».	Les investissements dans des immeubles principalement commerciaux ou industriels sont plus susceptibles d'exiger une compréhension des risques inhérents à une entreprise en exploitation et ne sont pas inclus dans la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible ».
21.	Un intervenant fait valoir que les petits projets de construction, comme ceux ayant trait à des logements intercalaires ou des rénovations, ne devraient pas être exclus de la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible », car il ne s'agit pas de projets de promotion immobilière spéculatifs risquant de ne jamais se matérialiser.	Comment le font remarquer les intervenants, les projets de promotion immobilière sont complexes. C'est pourquoi ils ne devraient pas être inclus dans la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible », même s'ils ne concernent qu'un petit nombre d'unités.
22.	<p>Un intervenant propose de permettre aux agences hypothécaires ou maisons de courtage d'hypothèques qui ne syndiquent pas de placements dans des titres de capitaux propres ou des titres de créance à risque élevé d'être réglementées par un seul organisme de réglementation. Il suggère aussi de mettre en œuvre les définitions suivantes des expressions « créance hypothécaire syndiquée » et « créance hypothécaire syndiquée admissible » :</p> <p>« créance hypothécaire syndiquée » : un investissement dans des créances hypothécaires qu'une agence hypothécaire ou maison de courtage d'hypothèques affecterait à plus d'un investisseur qui n'est pas ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="370 1724 740 1793">i) une institution financière réglementée; <li data-bbox="370 1812 784 1843">ii) un émetteur assujetti ouvert; 	<p>La définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée » est déjà utilisée dans la législation en valeurs mobilières, notamment le Règlement 45-106 et le Règlement 31-103. En outre, elle correspond au sens ordinaire de l'expression et il ne serait pas pertinent de définir cette dernière en fonction du type d'investisseurs potentiels.</p> <p>Nous notons que les catégories d'investisseurs mentionnées par l'intervenant correspondent essentiellement aux investisseurs qui seraient en mesure de souscrire des créances hypothécaires syndiquées sous le régime de la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou de la dispense de prospectus pour placement auprès de parents, amis et partenaires.</p> <p>Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, il n'y a pas lieu d'inclure</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
	<p><i>iii)</i> un fonds hypothécaire en gestion commune, une société hypothécaire ou une fiducie de fonds communs de placement dont le conseil d'administration approuve les investissements;</p> <p><i>iv)</i> tout membre du conseil d'administration ou de la direction, tout salarié et toute partie liée à eux, y compris toute entité liée à une personne physique affiliée à l'agence hypothécaire ou à la maison de courtage d'hypothèques et aux entités visées aux alinéas <i>i</i>, <i>ii</i> et <i>iii</i>.</p> <p>L'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible » devrait être définie comme n'étant pas une créance hypothécaire syndiquée non admissible, ce qui, selon l'intervenant, devrait inclure un placement dans des créances hypothécaires syndiquées qui, à tous égards, représente les capitaux propres requis pour un projet de promotion immobilière qui est déguisé en des créances hypothécaires et traité comme tel, si une agence hypothécaire ou maison de courtage d'hypothèques a obtenu une commission pour la sollicitation des investisseurs</p>	<p>toutes les créances hypothécaires syndiquées, sauf les investissements à risque élevé, dans la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible », étant donné qu'elles sont plus adéquatement réglementées de la même façon que les autres titres offerts sur le marché dispensé de prospectus.</p>
23.	<p>Un intervenant note qu'il y aura des différences au chapitre des dispenses applicables aux créances hypothécaires syndiquées admissibles à l'échelle du pays en raison de divergences dans la réglementation provinciale relative aux prêts hypothécaires. Il encourage les ACVM à chercher à harmoniser les dispenses de prospectus autant que possible afin d'aider à alléger le fardeau de conformité des émetteurs et d'améliorer la compréhension qu'ont les investisseurs du marché dispensé.</p>	<p>Nous reconnaissons qu'il existera des différences au chapitre des dispenses relatives aux créances hypothécaires syndiquées admissibles en raison, en partie, de divergences dans la législation provinciale applicable aux prêts hypothécaires et dans la manière de superviser les placements hypothécaires dans les divers territoires. Toutefois, les définitions de ces créances sont essentiellement harmonisées.</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
<i>Déclarations de placement avec dispense</i>		
24.	<p>D'après quatre intervenants, le fardeau administratif de devoir se conformer à l'obligation de dépôt de déclarations de placement avec dispense pour le placement de créances hypothécaires syndiquées est significatif sur le plan des frais administratifs et financiers. Ces intervenants demandent aussi de préciser la raison pour laquelle le moment du dépôt de ces déclarations sort du cadre de ce projet.</p>	<p>L'obligation de dépôt d'une déclaration de placement avec dispense dans le cadre du recours à certaines dispenses de prospectus est une obligation de routine prévue depuis longtemps dans la législation en valeurs mobilières du Canada.</p> <p>En général, nous ne voyons aucune raison de principe de traiter les placements de créances hypothécaires syndiquées différemment d'autres types de placements, comme ceux dans des entités de placement hypothécaire, des fiducies de placement immobilier et des entités de placement dans des projets de promotion immobilière.</p> <p>La déclaration de placement avec dispense fournit aux autorités en valeurs mobilières canadiennes d'importants renseignements sur les activités de financement menées dans leurs territoires, en plus de jouer un important rôle de protection des investisseurs en permettant à ces autorités de surveiller le recours à ces dispenses aux fins de conformité aux obligations en valeurs mobilières.</p> <p>Les ACVM envisagent d'apporter des modifications aux dispositions sur le moment du dépôt des déclarations de placement avec dispense en tant que projet distinct.</p> <p>Se reporter à l'annexe locale pour de plus amples renseignements sur les dispenses supplémentaires dans certains territoires n'exigeant pas le dépôt de déclarations de placement avec dispense.</p>
25.	<p>Quatre intervenants notent que les prêts hypothécaires à la construction sont</p>	<p>Les avances multiples de fonds constituent une caractéristique de</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
	consentis en plusieurs versements et que différents investisseurs participent à chaque stade, ce qui peut nécessiter le dépôt de plus d'une déclaration de placement avec dispense.	nombreux types de placements sur le marché dispensé et nous ne voyons pas pourquoi le moment du dépôt d'une déclaration de placement avec dispense dans le cadre d'un placement de créances hypothécaires syndiquées devrait différer de celui d'autres types de placements, comme ceux dans des entités de placement hypothécaire, des fiducies de placement immobilier et des projets de promotion immobilière.
26.	<p>D'après quatre intervenants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les prêts hypothécaires à la construction devraient nécessiter le dépôt d'une déclaration de placement avec dispense lors du financement initial, et les avances subséquentes devraient être exemptées de cette obligation; • les déclarations de placement avec dispense devraient être déposées chaque mois et contenir l'information sur toutes les activités du mois; • si le délai de dépôt de 10 jours est maintenu, les émetteurs devraient pouvoir regrouper l'information relative à toutes les activités de cette période dans une seule et même déclaration; • les droits de dépôt devraient être réduits; • les opérations avec des investisseurs autorisés ne devraient pas déclencher l'obligation de dépôt d'une déclaration de placement avec dispense. 	<p>Nous remercions les intervenants de leurs suggestions. Nous soulignons que, selon la structure de l'opération, les avances subséquentes de fonds au titre d'un prêt hypothécaire peuvent constituer un nouveau placement de titres et donner lieu au dépôt d'une déclaration de placement avec dispense.</p> <p>Nous confirmons que les émetteurs sont libres de fournir de l'information sur tous les placements effectués au cours d'une période de 10 jours dans une seule et même déclaration en vertu des obligations actuelles.</p> <p>Dans la plupart des territoires membres des ACVCM, une déclaration de placement avec dispense devra être déposée pour le placement de créances hypothécaires syndiquées non admissibles auprès d'investisseurs qualifiés, y compris d'investisseurs qui sont des clients autorisés en vertu du Règlement 31-103. Ce dépôt n'est toutefois pas requis dans certains territoires, tel qu'il est indiqué dans l'annexe locale applicable.</p>
<i>Identification de l'émetteur de créances hypothécaires syndiquées</i>		
27.	Selon quatre intervenants, établir l'identité de l'émetteur de créances hypothécaires	L'obligation d'établir l'identité de l'émetteur de créances hypothécaires syndiquées n'est pas nouvelle, puisque

Numéro	Commentaire	Réponse
	syndiquées demeure difficile et il y aurait lieu de fournir davantage de précisions.	<p>les émetteurs et autres participants au marché doivent déjà identifier l'émetteur de titres de créance sous le régime d'autres dispenses de prospectus en vue, notamment, de déposer des déclarations de placement avec dispense.</p> <p>Nous reconnaissons qu'il peut exister un éventail de pratiques sectorielles concernant la façon dont les créances hypothécaires syndiquées sont structurées et offertes aux investisseurs, et nous avons inclus à l'article 3.8 de l'Instruction générale relative au Règlement 45-106 des indications visant à aider les participants au marché à s'y retrouver.</p> <p>Les participants au marché qui peinent à identifier l'émetteur de créances hypothécaires syndiquées dans le cadre d'une opération devraient consulter le personnel des ACVM de leur territoire.</p> <p>Le personnel des ACVM demande régulièrement conseil aux divers comités consultatifs qu'il a mis sur pied relativement aux préoccupations des participants au marché, et il est disposé à se tourner vers les participants au marché des prêts hypothécaires si des préoccupations persistent à ce sujet.</p> <p>Il peut aussi publier des indications sous forme de foires aux questions s'il continue de recevoir des questions sur un point donné.</p>
<i>Dispenses pour fonds hypothécaires et investisseurs avertis</i>		
28.	Quatre intervenants font valoir que les fonds hypothécaires et les investisseurs avertis des créances hypothécaires syndiquées n'ont pas besoin de protections supplémentaires et qu'une	Dans la mesure où un fonds hypothécaire ou un investisseur hypothécaire averti répond à la définition donnée à l'expression « investisseur qualifié » à l'article 1.1.

Numéro	Commentaire	Réponse
	dispense de prospectus particulière devrait leur être ouverte.	<p>du Règlement 45-106 ou à l'article 73.3 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> de l'Ontario, l'émetteur peut placer des créances hypothécaires syndiquées auprès d'un tel investisseur sous le régime de la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Les autorités de certains territoires proposent des dispenses locales pouvant viser les types d'investisseurs mentionnés par les intervenants. Se reporter à l'annexe locale des territoires concernés pour de plus amples renseignements.</p>
<i>Rapports d'évaluation</i>		
29.	Deux intervenants sont en faveur du changement apporté au projet d'obligation de fournir un rapport d'évaluation sous le régime de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, qui exigerait que l'émetteur remette un tel rapport établi dans les 6 mois, plutôt que dans les 12 mois, précédant sa remise au souscripteur potentiel, étant donné que les marchés peuvent changer radicalement en peu de temps.	Nous remercions tous les intervenants de leur appui et de leurs commentaires.
30.	Un intervenant suggère d'envisager la remise d'un nouveau rapport d'évaluation en cas d'événement ayant une incidence défavorable importante sur la valeur de l'immeuble.	<p>Nous avons modifié la disposition afin d'exiger que le rapport d'évaluation indique la valeur de l'immeuble à une date tombant dans les 6 mois (et non dans les 12 mois proposés au départ) précédant sa remise au souscripteur, pour tenir compte des variations potentielles de la valeur de l'immeuble.</p> <p>Par ailleurs, un événement ayant une incidence défavorable importante sur la valeur de l'immeuble lié à une créance hypothécaire syndiquée constituerait probablement un fait important devant être communiqué aux investisseurs potentiels. En vertu</p>

Numéro	Commentaire	Réponse
		de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, la notice d'offre ne doit pas contenir d'information fausse ou trompeuse, notamment par omission. L'émetteur ne pourrait pas continuer de se prévaloir de la dispense pour placer des titres si la valeur indiquée à la rubrique 8 de l'Annexe 45-106A18 de la notice d'offre comportait des inexactitudes importantes.
31.	Selon un intervenant, le paragraphe 19.3 de l'article 2.9 du Règlement 45-106, qui exige la communication des hypothèses ou facteurs importants ayant servi à établir toute valeur autre que celle figurant dans le rapport d'évaluation, devrait également exiger une description des risques et limites inhérents aux hypothèses utilisées.	Grâce à cette information, les investisseurs pourront évaluer les risques et limites associés aux hypothèses posées. Les autres obligations prévues au paragraphe 19.3, comme celle de présenter la juste valeur de marché figurant dans le rapport d'évaluation et d'indiquer si la valeur mise de l'avant par l'émetteur a été établie ou non par une partie indépendante, leur permettront de prendre une décision de placement éclairée.
32.	Un intervenant est d'avis que le projet d'obligation de remettre un rapport d'évaluation donne trop d'importance à l'évaluation « telle quelle » dans les projets de promotion ou de construction immobilière. Il estime qu'une illustration plus complète de l'effet de levier reflétant les activités à valeur ajoutée menées tout au long du projet serait plus appropriée qu'un simple ratio prêt-valeur fondé sur la valeur actuelle.	Les rapports d'évaluation peuvent être mis à jour aussi souvent que souhaité. En outre, d'autres valeurs peuvent être fournies en vertu de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, sous réserve de certaines conditions.
33.	Un intervenant indique que, en cas de défaillance de créances hypothécaires liées à des projets de promotion ou de construction inachevés, la liquidation du projet n'est probablement pas dans l'intérêt des investisseurs, car elle se ferait moyennant un escompte significatif incalculable à l'avance. Il suggère un mécanisme permettant aux investisseurs	Rien n'empêche d'effectuer des placements supplémentaires en vue de recueillir davantage de fonds pour des projets en difficulté. Toutefois, si l'émetteur se prévaut de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, il serait probablement tenu de fournir une notice d'offre modifiée aux nouveaux investisseurs et de

Numéro	Commentaire	Réponse
	existants d'avancer d'autres fonds pour achever le projet.	respecter l'obligation relative à l'évaluation.
<i>Évaluateur qualifié</i>		
	Un intervenant suggère d'obliger les évaluateurs qualifiés à posséder une assurance responsabilité professionnelle appropriée au mandat d'évaluation.	Nous nous attendons à ce que les associations professionnelles fixent pour leurs membres des normes en matière d'assurance responsabilité appropriée. Il ne s'agit pas là d'une fonction de la réglementation des valeurs mobilières.
<i>Association professionnelle</i>		
34.	Un intervenant trouve un peu trop restrictif l'élément suivant de la définition de l'expression « association professionnelle » : « il sanctionne, suspend ou expulse tout membre qui commet un manquement ». Il propose de le remplacer par ce qui suit : « il peut sanctionner, suspendre ou expulser tout membre s'il apprend qu'il a commis un manquement ».	Nous avons révisé la définition pour exiger que l'association professionnelle ait la capacité de suspendre ou d'expulser tout membre.
35.	Selon un intervenant, au Québec, un ordre professionnel diffère d'une association professionnelle du fait que les ordres se voient déléguer un mandat public par le ministère de la Justice. Il suggère d'ajouter une mention expresse des ordres professionnels à la version antérieure de la définition proposée de l'expression « association professionnelle ».	Nous avons élargi la définition de l'expression « association professionnelle » pour préciser qu'un ordre professionnel peut être inclus. Comme nous l'indiquons dans le projet d'indications figurant dans l'Instruction générale 45-106, nous sommes d'avis que l'Ordre des évaluateurs agréés du Québec tombe sous cette définition.

Indépendance

36.	Un intervenant note que le projet de paragraphe 19 de l'article 2.9 indique ce qui suit : « Pour l'application des paragraphes 19.1 et 19.3, l'évaluateur qualifié est indépendant de l'émetteur des créances hypothécaires syndiquées si, de l'avis d'une personne raisonnable informée de tous les faits pertinents, rien n'est susceptible d'entraver l'exercice de son jugement à l'égard de l'évaluation d'un immeuble. ». Il suggère de mentionner explicitement les circonstances pouvant raisonnablement perçues comme entravant potentiellement l'exercice du jugement de l'évaluateur.	L'interprétation actuelle de l'indépendance concorde avec son interprétation en vertu du <i>Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers</i> et du <i>Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières</i> . Le critère de détermination de l'indépendance fonctionne généralement bien en vertu de ces règlements et il semble inutile d'ajouter des exemples.
37.	Un intervenant recommande d'étoffer les indications proposées au paragraphe 13 de l'article 3.8 de l'Instruction générale relative au Règlement 45-106 concernant la détermination de l'indépendance pour y inclure d'autres liens susceptibles de nuire à l'indépendance, notamment lorsque des services additionnels sont fournis par la société d'évaluation ou des services sont rendus par une entité liée.	Nous convenons que la prestation de services additionnels par la société d'évaluation ou la prestation de services par une entité liée constituerait des circonstances nuisant à l'indépendance de l'évaluateur qualifié. Les exemples donnés dans les indications figurant dans l'Instruction générale ne sont pas exhaustifs et concordent avec ceux que l'on retrouve dans d'autres textes.

États financiers audités

38.	<p>Un intervenant s'interroge sur la valeur des états financiers audités pour les placements de créances hypothécaires syndiquées à la lumière de ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none">• les prêteurs offrent principalement du financement reposant sur l'actif et portent surtout attention à la valeur de la garantie hypothécaire;• la plus-value d'un audit peut être limitée, particulièrement si l'emprunteur est une nouvelle entité ad hoc. L'obligation pourrait donner lieu à une structuration visant à limiter les emprunteurs qui sont partis au prêt et à la garantie hypothécaire;• des états financiers audités ne sont pas requis lorsque les prêteurs sont des entités réglementées par le BSIF, ce qui mine la compétitivité des prêteurs autres que des banques;• l'obligation d'établir des états financiers selon les IFRS peut être trop contraignante, étant donné que la plupart des sociétés utilisent les normes comptables applicables aux entreprises à capital fermé.	<p>Des états financiers audités ne sont requis qu'à l'égard des créances hypothécaires syndiquées placées sous le régime d'une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre. Nous ne voyons aucune raison de traiter ces créances différemment des autres titres placés sous le régime de cette dispense. Quant aux placements en vertu d'autres dispenses, comme celle pour investisseurs qualifiés, il revient à l'émetteur de déterminer l'information à fournir pour répondre aux besoins d'investisseurs potentiels.</p>
-----	--	--

Projet d'Annexe 45-106A18, Information supplémentaire à fournir dans la notice d'offre relative aux créances hypothécaires syndiquées (Annexe 45-106A18)

39.	<p>Un intervenant trouve utile l'introduction de l'Annexe 45-106A18 parce qu'elle exige l'ajout d'information sur la nature spéculative d'un placement dans des créances hypothécaires syndiquées. Toutefois, il craint que l'information à fournir sur le risque demeure insuffisante, car bon nombre d'investisseurs individuels ne possèdent pas assez de connaissances financières pour être compétents dans les questions financières associées aux placements dans pareilles créances. Il suggère qu'il y ait des</p>	<p>La rubrique 3 de l'Annexe 45-106A18 exige la mention en caractères gras du risque afférent aux créances hypothécaires syndiquées, de même qu'une description des facteurs de risque associés à l'offre.</p>
-----	---	--

	instructions et mentions claires concernant les risques inhérents à de tels placements.	
40.	Un intervenant propose que le paragraphe 1 de la rubrique 2 du projet d'Annexe 45-106A18, qui exige des précisions sur la période durant laquelle les fonds seront réunis et sur les facteurs déterminant les moments auxquels ils le seront, exige également de l'information sur les capitaux engagés, ainsi qu'un calendrier des appels de liquidité antérieurs, si les collectes de capitaux courantes comprennent des prêts hypothécaires à avances progressives ou des placements assujettis à des appels de liquidité. Il note que cette information cadre avec les pratiques d'information du client suggérées à la rubrique « <i>Reporting to Clients</i> » de l'ASC Notice 33-705, <i>Exempt Market Dealer Sweep</i> , publiée le 10 mai 2017 (l'Avis 33-705 de l'ASC).	L'obligation d'avancer de futurs versements dans le cadre d'un placement est une modalité importante qui devrait être présentée dans la notice d'offre utilisée sous le régime de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, sans égard à la nature précise du titre offert. Par conséquent, une obligation propre aux créances hypothécaires syndiquées n'est pas nécessaire. Néanmoins, nous convenons qu'il pourrait être pertinent que le courtier souligne l'incidence potentielle d'appels de liquidité futurs dans l'information destinée au client et lors des discussions avec ce dernier au sujet de la convenance d'un placement.
41.	Un intervenant propose d'ajouter l'obligation de fournir de l'information supplémentaire sur les créances hypothécaires et les modalités du prêt, ainsi que sur les risques connexes et les efforts d'atténuation potentiels Selon lui, il faut davantage de renseignements sur le risque parce que les émetteurs peuvent effectuer des opérations à risque de crédit élevé comme l'octroi de prêts non garantis et de prêts assortis de différentiels de taux d'intérêt élevés par rapport aux taux des obligations sans risque.	La liste de facteurs de risque potentiels figurant dans les instructions de la rubrique 3 de l'Annexe 45-106A18 n'est pas exhaustive et les émetteurs sont tenus d'exposer tous les facteurs de risque importants. Nous avons ajouté des exemples correspondant à certains des facteurs de risque suggérés. Nous faisons aussi remarquer que les modifications visent les créances hypothécaires syndiquées, qui sont garanties par un immeuble. Elles ne portent pas sur les prêts non garantis ni sur d'autres créances.
42.	Un intervenant propose d'introduire l'obligation explicite d'indiquer tout lien existant à la rubrique 4 [Administration des créances hypothécaires] du projet d'Annexe 45-106A18, outre les qualifications du fournisseur de services. Tout conflit d'intérêts ou risque opérationnel important, notamment associé à la gestion du prêt, peut y être	Les conflits de cette nature sont abordés à la rubrique 16 de l'Annexe 45-106A18.

	exposé en plus de ceux à la section sur les risques de la rubrique 3.	
43.	<p>Un intervenant est d'avis que la description de l'immeuble exigée à la rubrique 6 du projet d'Annexe 45-106A18 devrait comprendre de l'information sur tous les ajustements importants antérieurs des évaluations de l'immeuble et expliquer leur raison d'être. De tels ajustements peuvent être apportés pour diverses raisons, dont un changement de l'entreprise d'évaluation ou des modifications des hypothèses sous-jacentes (c'est-à-dire taux plafond/taux d'escompte) posées.</p>	<p>Nous nous attendons à ce qu'un rapport d'évaluation courant établi par un évaluateur qualifié renferme de l'information adéquate sur les facteurs et hypothèses importants sous-tendant l'évaluation, dont un exposé des variations de la valeur, s'il y a lieu. Nous n'avons pas apporté le changement proposé afin d'éviter tout conflit d'intérêts potentiel avec les normes prescrites par l'association professionnelle pertinente.</p>
44.	<p>Un intervenant suggère des obligations expresses de fournir les renseignements suivants dans la description des créances hypothécaires syndiquées prévue à la rubrique 7 du projet d'Annexe 45-106A18 :</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'information qui pourrait entraîner une dépréciation de la garantie hypothécaire, le ratio du service de la dette, et les événements importants susceptibles de se répercuter sur les paiements, comme la disponibilité d'une protection d'assurance en cas de catastrophes naturelles, le cas échéant. • L'Annexe exigera de l'information sur le ratio prêt-valeur de l'immeuble, calculé globalement au moyen de la valeur d'emprunt de la créance hypothécaire syndiquée et de toute autre créance hypothécaire ou charge garantie par l'immeuble hypothéqué ayant priorité sur la créance hypothécaire syndiquée, ainsi que la valeur de l'immeuble figurant dans l'évaluation. Peut-être que, à l'avenir, les ACVM voudront 	<p>Nous sommes d'avis que l'information à fournir sur les facteurs de risque répond à ces préoccupations. Toutefois, nous exigeons de l'information additionnelle en vertu de la rubrique 7 de l'Annexe 46-106A18 compte tenu des préoccupations soulevées à propos du ratio prêt-valeur.</p>

	<p>s'appuyer sur des éléments comme que le ratio prêt-valeur pour harmoniser la méthode de classement du risque et ainsi permettre aux investisseurs de mieux évaluer la viabilité des créances hypothécaires.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Durée des baux. En incluant la durée des baux, l'émetteur pourra mieux évaluer la convenance au prêteur et l'horizon temporel de placement de ce dernier en tenant compte de la durée ou de la longueur du bail. • Le risque de crédit élevé inhérent à ce type de placement devrait être expliqué en langage clair. 	
45.	<p>Selon un intervenant, les hypothèses de simulation de crise devraient être un facteur requis dans une évaluation, car elles fournissent de l'information utile aux investisseurs potentiels. En ce qui concerne la responsabilité de connaissance du produit revenant à une société, il est suggéré dans l'Avis 33-705 de l'ASC que la simulation de crise englobe des variables économiques et financières pouvant se répercuter sur le rendement de l'émetteur (par exemple les taux d'intérêt, le taux de chômage, les prix des marchandises et les taux de change).</p>	<p>Nous prenons acte des préoccupations de l'intervenant. Cependant, nous sommes d'avis que les méthodes d'évaluation particulières devraient être prescrites par l'association professionnelle ou l'ordre dont fait partie l'évaluateur qualifié.</p>
<i>Logiciel d'administration commun</i>		
46.	<p>Selon un intervenant, idéalement, l'organisme de réglementation devrait exiger que le secteur utilise un logiciel d'administration conçu pour gérer, suivre et diffuser l'information requise (que ce soit au moment du placement initial ou dans le cadre des obligations d'information continue) pour tous les intéressés.</p>	<p>Nous sommes conscients qu'un tel logiciel d'administration aurait pour avantage d'établir des normes communes. Toutefois, nous ne trouvons pas approprié que les organismes de réglementation exigent l'utilisation d'un logiciel donné dans ces circonstances.</p>

ANNEXE B

POINTS D'INTÉRÊT LOCAL (QUÉBEC)

Introduction

Au Québec, nous avons publié pour consultation, le 15 mars 2019, des modifications aux dispenses relatives aux créances hypothécaires syndiquées en général, et proposé une dispense de prospectus d'application locale à l'égard du placement d'une sous-catégorie de pareilles créances, soit les « créances hypothécaires syndiquées admissibles ».

On entend par « créance hypothécaire syndiquée admissible » une créance hypothécaire syndiquée dont l'hypothèque garantit une créance sur un immeuble d'au plus quatre logements servant principalement à des fins résidentielles et qui n'est pas contractée pour un projet de construction ou de promotion de l'immeuble.

Dispense de prospectus pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles

À la lumière des commentaires reçus sur notre publication de 2019, nous publions pour une autre période de consultation de 60 jours, au Québec, un projet de dispense de prospectus applicable au placement de créances hypothécaires syndiquées admissibles. Hormis la proposition de mettre en œuvre la dispense par voie de règlement plutôt que de décision générale, les seules autres modifications par rapport à la publication de 2019 sont les précisions apportées à la définition de l'expression « créance hypothécaire syndiquée admissible ». Sa définition est essentiellement identique dans l'ensemble des territoires.

Le projet de dispense de prospectus pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles vise à permettre aux émetteurs de placer ces créances sans établir de prospectus ni recourir à une autre dispense de cette obligation. Puisque les créances hypothécaires syndiquées admissibles s'apparentent aux créances hypothécaires classiques sur des immeubles, nous proposons qu'elles soient, comme elles, dispensées des obligations de prospectus, sous réserve de certaines conditions. Ces créances présentent en outre moins de préoccupations en matière de protection des investisseurs que d'autres types plus complexes de créances hypothécaires syndiquées.

Ce projet de modification devrait alléger le fardeau réglementaire actuel pour ce type de placements au Québec.

Dispense d'inscription pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles

La décision de mettre en œuvre des dispenses de prospectus et d'inscription relatives aux créances hypothécaires syndiquées admissibles diffère d'un territoire à l'autre. Ceci reflète les divergences locales entre les marchés immobiliers et entre les législations en vigueur dans chacun des territoires.

Nous ne proposons pas de dispense d'inscription pour le placement de créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec. L'Autorité des marchés financiers a adopté, le 1^{er} mai 2020, la réglementation locale encadrant le courtage hypothécaire, et nous sommes d'avis qu'il serait prématuré de proposer une dispense d'inscription en faveur des personnes qui placent de telles

créances au Québec à ce moment. Nous continuerons d'évaluer si nous devrions proposer une dispense d'inscription pour les créances hypothécaires syndiquées admissibles au Québec.

Dispenses pour les placements de créances hypothécaires syndiquées auprès de clients autorisés

Finalement, bien que les autorités de certains territoires proposent de dispenser des obligations de prospectus et d'inscription les placements de créances hypothécaires syndiquées faits auprès de clients autorisés à des conditions différentes dans chaque territoire, nous ne proposons rien de tel au Québec. En plus des motifs susmentionnés, d'autres dispenses de prospectus, comme celle pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, sont ouvertes à l'égard de pareils placements.

Se reporter aux annexes locales publiées par les autres autorités, et à l'avis de publication local du Québec, pour de plus amples renseignements.

CSA Notice of Publication Amendments relating to Syndicated Mortgages

Regulation to amend Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions

Regulation to amend Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations

Amendments to Policy Statement to Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions

Amendments to Policy Statement to Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations

August 6, 2020

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are making the following amendments and changes relating to syndicated mortgages (collectively, the **Amendments**):

- *Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions* (**Regulation 45-106**) and *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* (**Regulation 31-103**); and
- *Policy Statement to Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions* (**Policy Statement 45-106**) and *Policy Statement to Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*.

The Amendments were originally published for comment on March 8, 2018 (the **2018 Proposal**) and revised proposals were published for a second comment period on March 15, 2019 (the **2019 Proposal**).

Substance and Purpose

The Amendments include changes to certain prospectus and registration exemptions available for the distribution of syndicated mortgages, including the following:

- removing the prospectus and registration exemptions under sections 2.36 of Regulation 45-106 and 8.12 of Regulation 31-103 (the **Mortgage Exemptions**) respectively for the distribution of syndicated mortgages in Newfoundland and Labrador,

the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Ontario, Prince Edward Island and Yukon;¹

- introducing additional requirements to the offering memorandum prospectus exemption under section 2.9 of Regulation 45-106 (the **OM Exemption**) that will apply when the exemption is used to distribute syndicated mortgages; and
- amending the private issuer prospectus exemption under section 2.4 of Regulation 45-106 (the **Private Issuer Exemption**) so that it is not available for the distribution of syndicated mortgages.

Summary of Changes to the 2018 Proposal

We received 26 comment letters in response to the 2018 Proposal.

As a result of the comments:

- Ontario, New Brunswick, Nova Scotia, and Newfoundland and Labrador proposed dealer registration and prospectus exemptions, and Alberta and Québec proposed a prospectus exemption, for qualified syndicated mortgages, similar to the exemptions already available in British Columbia under British Columbia Rule 45-501 *Mortgages (BCI 45-501)*;
- Alberta proposed a prospectus exemption for syndicated mortgages distributed to permitted clients similar to the prospectus exemption for distributions of syndicated mortgages to “institutional investors” under BCI 45-501;
- we proposed changes to the Amendments related to the OM Exemption, including:
 - changing the date of a property appraisal to be within 6 months preceding the date the appraisal is delivered to the purchaser instead of 12 months;
 - eliminating the proposed mortgage broker certificate; and
 - providing additional guidance as to the identity of the issuer of a syndicated mortgage; and
- we changed the proposed effective dates so that all the amendments will come into effect at the same time, instead of having the prospectus-related amendments come into effect before the registration-related amendments.

These proposed changes were published for comment in the 2019 Proposal and are substantially included in the Amendments.

¹ Syndicated mortgages are already excluded from the Mortgage Exemptions in Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Québec and Saskatchewan.

Summary of Changes to the 2019 Proposal

We received 11 comment letters in response to the 2019 Proposal. The comments are summarized in Annex A to this notice.

The Amendments are substantially the same as the 2019 Proposal. As a result of the comments:

- we clarified the definition of a professional association;
- we included additional examples of potential risk factors in the instructions to Item 3 of Form 45-106F18 *Supplemental Disclosure for Syndicated Mortgages* (**Form 45-106F18**);
- we revised Item 7 of Form 45-106F18 to include disclosure of the potential subordination of the syndicated mortgage and to clarify the calculation of the loan-to-value ratio;
- we changed the effective date to March 1, 2021; and
- certain jurisdictions are proposing additional changes to their local exemptions for syndicated mortgages, as described in the local annex for those jurisdictions.

Impact on Investors

Investors in syndicated mortgages who purchase under the OM Exemption will be entitled to enhanced disclosure relating to their investment. We anticipate that this additional disclosure would result in more informed investment decisions and enable registrants involved in the distribution to better fulfil their obligations related to the distribution.

Investors will also benefit from the protections associated with the involvement of a registrant in the distribution in all jurisdictions.

Anticipated Costs and Benefits of the Amendments

The anticipated costs and benefits of the Amendments are expected to be substantially the same as described in the March 2018 Proposal. In those jurisdictions that are adopting local amendments or changes, including an exemption for qualified syndicated mortgages, an annex to this Notice may contain further discussion.

Alternatives Considered

We considered adopting the 2019 Proposal in the original form as well as the alternatives suggested by the commenters as detailed in Annex A.

Local Matters

An annex to this Notice is being published in any local jurisdiction that is proposing related changes to local securities laws, including local notices or other policy instruments in that jurisdiction. It may also include additional information that is relevant to that jurisdiction only.

In some jurisdictions, ministerial approvals are required for the implementation of the Amendments. Provided all ministerial approvals are obtained, the Amendments will come into force on March 1, 2020.

Annexes

Annex A – Summary of Comments and Responses

Annex B – Local Matters (Québec)

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Autorité des marchés financiers

Alexandra Lee
Senior Policy Adviser
514 395-0337, ext. 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Ontario Securities Commission

David Surat
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416 593-8052
dsurat@osc.gov.on.ca

Matthew Au
Senior Accountant, Corporate Finance
416 593-8132
mau@osc.gov.on.ca

Melissa Taylor
Legal Counsel, Corporate Finance
416 596-4295
mtaylor@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
416 593-8288
phayward@osc.gov.on.ca

Adam Braun
Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
416 593-2348
abraun@osc.gov.on.ca

Alberta Securities Commission

Lanion Beck
Senior Legal Counsel
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
403 355-2804
jan.bagh@asc.ca

British Columbia Securities Commission

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
604 899-6654
lrose@bcsc.bc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Mikale White
Legal Counsel, Securities Division
306 798-3381
mikale.white@gov.sk.ca

Financial and Consumer Services Commission, New Brunswick

Ella-Jane Loomis
Senior Legal Counsel, Securities
506 453-6591
ella-jane.loomis@fcnb.ca

Manitoba Securities Commission

Sarah Hill
Legal Counsel
204 945-0605
sarah.hill@gov.mb.ca

Nova Scotia Securities Commission

H. Jane Anderson

Executive Director and Secretary to the Commission

902 424-0179

jane.anderson@novascotia.ca

ANNEX A
SUMMARY OF COMMENTS AND RESPONSES

Commenter
Appraisal Institute of Canada (Keith Lancaster)
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights (Ermanno Pascutto and Vanisha Sukdeo)
Firm Capital Corporation (Eli Dadouch)
Foremost Financial Corporation (Evan Cooperman and Ricky Dogon)
MarshallZehr Group (Murray Snedden)
Ontario Mortgage Investment Companies Association (Adam Rose, Ricky Dogon and Robert Trager)
Ordre des évaluateurs agréés du Québec ¹
The Private Capital Markets Association (Craig Skauge, Diane Soloway, Frank Laferriere and Georgina Blanas)
PMC Funding (Stephen Lidsky)
Vector Financial Services Limited (Mitchell Oelbaum)

Number	Comment	Response
<i>Support for the objectives of the proposed amendments</i>		
1.	Six commenters support the general goals of enhancing investor protection and increasing harmonization in the regulation of syndicated mortgages. One commenter [AIC] applauds the efforts of the CSA and its provincial partners in closing the gaps in syndicated mortgage-related investments in order to protect the public and mitigate risks related to mortgage fraud. One commenter [OEAQ] agrees entirely with the underlying goals of the project to introduce additional investor protections related to the distribution of syndicated mortgages.	We thank the commenters for their support and input.
2.	One commenter acknowledges the need for increased oversight of companies	Addressing concerns with the inappropriate distribution of high-risk

¹ Submitted in connection with the initial March 8, 2018 publication for comment.

Number	Comment	Response
	<p>placing investors in loans that were not appropriate for them but thinks that the new requirements should be limited to “equity financings” without affecting private mortgage syndicators.</p>	<p>investments in development projects under the existing prospectus and registration exemptions for mortgages is one of the purposes for undertaking this project. However, the primary rationale for the changes is to substantially harmonize the requirements for syndicated mortgages across the CSA.</p> <p>In Ontario, Newfoundland and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and Yukon, excluding syndicated mortgages from the registration and prospectus exemptions for mortgages will align the treatment of these investments with the requirements that currently exist in Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Québec and Saskatchewan.</p>
3.	<p>One commenter notes that the public policy objective of the project to protect investors/lenders and avoid systemic risk that would result from syndicating equity style investments disguised as mortgage debt is commendable. The commenter supports this objective because it is good corporate practice and it is clearly in the long-term strategic interest of having a functioning marketplace for the industry that addresses proper credit adjudication tailored to investors’ risk tolerance. However, the commenter believes that absent amendments to expand the definition of qualified syndicated mortgage, the proposals will lead to a decrease in credit availability and have negative effects.</p>	<p>We thank the commenter for its support and input. With respect to the exemptions for qualified syndicated mortgages in certain jurisdictions, we are comfortable that these exemptions have been limited to mortgages that do not have the same investor protection concerns as the investments that the project is intended to focus on.</p>
<i>Participation of retail investors</i>		
4.	<p>One commenter suggests, in the context of the current Ontario mortgage legislation, that retail investors should be</p>	<p>We acknowledge that there are concerns with non-qualified syndicated mortgages being offered to</p>

Number	Comment	Response
	precluded entirely from investing in non-qualified syndicated mortgages.	<p>retail investors that do not qualify as accredited investors. However, we do not believe that it is appropriate to exclude these offerings entirely. The additional requirements under the offering memorandum prospectus exemption are intended to address the investor protection concerns that could arise when these products are marketed to retail investors.</p> <p>The other prospectus exemption that we expect may be used to sell non-qualified syndicated mortgages to retail investors is the family, friends and business associates prospectus exemption. Under this exemption, the requirement for a close relationship between the issuer and the purchaser is intended to ensure that retail investors are better equipped to assess the risk of the investment. In addition, the required report of exempt distribution will allow securities regulators to monitor the use of the family, friends and business associates exemption for syndicated mortgages.</p>
5.	<p>One commenter suggests that the existing annual limit on investments in non-qualified syndicated mortgages under Ontario mortgage legislation of \$60,000 per year for non-designated class investors effectively precludes an investor from investing in industrial or commercial first mortgages because the amounts are larger than \$60,000 and the requirements to syndicate are too onerous. The commenter suggests that the limit exposes investors to greater risk by limiting them to private mortgages of less than \$60,000.</p>	<p>In Ontario, we expect that many of the specific requirements related to non-qualified syndicated mortgages under mortgage legislation, including the \$60,000 limit, will not be continued after the effective date of the amendments.</p> <p>Investment limits may apply under the terms of the specific prospectus exemption relied on, such as the offering memorandum exemption in some jurisdictions. In addition, registrants involved in an offering of syndicated mortgages will be subject to standards regarding suitability and concentration of investments under their obligations to clients.</p>

Number	Comment	Response
<i>Risks of syndicated mortgages and comparisons to other securities</i>		
6.	Four commenters suggest that syndicated mortgages are being mischaracterized as high-risk investments and that they should not be treated differently than other securities.	<p>One of the primary purposes of the amendments in Ontario, Newfoundland and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and Yukon is to harmonize the requirements for syndicated mortgages with the rest of the CSA.</p> <p>We believe that specific requirements for syndicated mortgages under the offering memorandum prospectus exemption are appropriate given that this exemption is generally associated with sales to retail investors. In addition, we do not believe that it is appropriate for these products to be offered under the private issuer prospectus exemption. Syndicated mortgages offered under other exemptions, such as the accredited investor prospectus exemption, will be subject to the same requirements as other securities offered under these exemptions.</p>
<i>Transition period</i>		
7.	One commenter suggests that the proposed effective date of December 31, 2019 for the changes to both the registration and prospectus exemptions for mortgages does not provide enough time for market participants and that the registration-related changes should be delayed for a further year to December 31, 2020.	The effective date of the amendments has been changed to March 1, 2021 to provide additional time for market participants.
8.	One commenter notes that there needs to be enough time for the existing providers and participants of this type of financing to adjust to the new licensing and regulatory regime. Existing financing commitments with ongoing funding requirements are difficult to change halfway through the term of the mortgage	We acknowledge that market participants will require time to adjust to the removal of exemptions that are currently available for the distribution of syndicated mortgages in Ontario, Newfoundland and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and

Number	Comment	Response
	and putting a borrower into default because they are unable to meet the new standards only exposes the lender participants to increased risks.	Yukon. The requirements will apply only to syndicated mortgages distributed after the effective date of the amendments and any existing mortgages will be unaffected. However, future advances of funds from existing lenders will be subject to the availability of alternative prospectus exemptions for retail investors who do not qualify as accredited investors.
<i>Compliance</i>		
9.	One commenter suggests that the regulatory compliance mechanisms should be increased to make sure that those involved with providing investments in syndicated mortgages are complying with the rules and are not misleading investors. Resources within the CSA and OSC should be allocated to encourage compliance and enforcing the rules applicable to syndicated mortgage investments once in place.	As is already the case in Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Québec and Saskatchewan, the oversight of syndicated mortgages will fall within the scope of our existing prospectus exempt market compliance and enforcement programs. All jurisdictions expect that information provided through reports of exempt distribution will be helpful in monitoring activity relating to syndicated mortgages.
<i>Multiple regulators for syndicated mortgages</i>		
10.	Five commenters suggest that a single regulator should oversee all mortgage capital raising activities, regardless of the characteristics of the mortgage and whether it is done by syndication or in a fund structure.	The commenters refer primarily to the existing state of regulation in Ontario. Please refer to the local annex in Ontario for a discussion of the anticipated changes to local regulation. As discussed above, syndicated mortgages are currently subject to regulation by the securities regulatory authority in Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Québec and Saskatchewan. We note that investments in mortgages through a fund structure or a mortgage investment entity are currently regulated in the same manner as any other security and are subject to the

Number	Comment	Response
		prospectus and registration requirements in all jurisdictions.
11.	Four commenters suggest that dual regulation will result in duplication of licensing, insurance costs and working capital requirements and administration costs. The commenters suggest that multiple regulators are inconsistent with a reduction in regulatory burden.	We note that dual regulation of syndicated mortgages currently exists in several Canadian jurisdictions. The Amendments reflect the view that distributions of syndicated mortgages should be regulated by the securities regulatory authorities, because these investments are securities and potential investor protection concerns are present. The CSA will continue to work with local mortgage regulators to eliminate areas of overlap and duplication where possible.
12.	One commenter supports ongoing efforts to collaborate with other provincial regulators (such as the Financial Services Regulatory Authority of Ontario), and believes focus should be given to reducing duplicative regulation as it relates to mortgage activities.	We acknowledge the importance of collaboration and minimizing duplicative regulation.
13.	Four commenters note that investors frequently participate in both fund products and mortgage syndication. The commenters are concerned that there would be duplication in KYC and suitability procedures and an obligation to complete different forms. The commenters suggest that different requirements for syndicated mortgage investments and mortgage fund investments may create investor confusion.	Removal of syndicated mortgages from the prospectus and registration exemption for mortgages in Ontario, Newfoundland and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and Yukon will mean that in all jurisdictions, syndicated mortgages will be regulated in substantially the same way as distributions of other mortgage-related securities. As such, the requirements across different products will be harmonized.
14.	Four commenters also note that a potential for regulatory arbitrage is created if there are differences in licensing proficiencies and ongoing regulatory obligations. Alternatively, if the requirements are similar, the value of involving different regulators is questionable.	We understand this comment to pertain to the regulation of parties that deal in or advise on syndicated mortgages. As stated elsewhere, this project proposes, among other things, to exclude syndicated mortgages from the registration exemption that is currently available in Ontario, Newfoundland

Number	Comment	Response
		<p>and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and Yukon. Generally, the involvement of a party registered under securities legislation is an important protection for investors, particularly if the syndicated mortgage is high-risk and has complicated terms.</p> <p>We also note that there does not appear to be any confusion in Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Québec and Saskatchewan, where the registration exemption for mortgages already excludes syndicated mortgages (and as a result the securities regulators regulate parties that deal in or advise on syndicated mortgages).</p>
15.	<p>Four commenters suggest that a single regulator would provide a better basis for harmonization. The commenters note that fragmenting regulatory oversight between securities regulators and mortgage regulators in each jurisdiction is complicated and creates difficulties for national adoption.</p>	<p>We acknowledge that a single regulator could potentially result in less burden on regulated entities. The changes will substantially harmonize the securities law requirements for syndicated mortgages nationally. However, there will continue to be local differences because jurisdictions have different approaches to mortgage legislation.</p>
<p><i>Definitions of syndicated mortgage, qualified syndicated mortgage and non-qualified syndicated mortgage</i></p>		
16.	<p>Four commenters suggest that the definition of qualified syndicated mortgage in Ontario should be amended to adopt a provision to specifically permit administrators' fees in a similar manner as the definition under British Columbia Securities Commission Instrument 45-501.</p>	<p>The definition of qualified syndicated mortgage in Ontario, Alberta, New Brunswick, Nova Scotia and Québec does not preclude charging fees to investors. Certain jurisdictions have proposed changes to the local definition of qualified syndicated mortgages to clarify this matter. Please refer to the local annex for those jurisdictions.</p>
17.	<p>Four commenters suggest that the definition of qualified syndicated mortgage should include any syndicated mortgage that:</p>	<p>In Ontario, Alberta, New Brunswick, Nova Scotia and Québec, the rationale for the exemptions for qualified syndicated mortgages is that they are not expected to present significant</p>

Number	Comment	Response
	<ul style="list-style-type: none"> • is negotiated or arranged through a mortgage broker; • the total debt, together with all other debt secured against the property that has equal or greater priority does not exceed 90% of the fair market value of the property, excluding any value that may be attributed to proposed or pending development of the property; • aside from reasonable administration fees, has a rate of interest payable under the mortgage that is equal to the rate of interest payable under the debt obligation; and • does not pay commissions to source the capital to fund the mortgage, where the result is that less than 100% of lender/ investor capital is used to fund the mortgage. 	<p>investor protection concerns and do not require the investor to be able to understand the business of the borrower in order to make an investment decision. Accordingly, the definition is limited to existing properties that are primarily residential.</p> <p>The above jurisdictions do not agree that a definition that would include development projects, or commercial and industrial properties, is appropriate.</p> <p>In addition, it is not necessary to require that the mortgages be negotiated by or arranged through a mortgage broker as an element of the definition of qualified syndicated mortgage, because the involvement of a registered mortgage broker is required as a condition of the exemptions for qualified syndicated mortgages.</p> <p>The exemptions for qualified syndicated mortgages do not preclude fees being charged, as long as they are disclosed to the investor.</p>
18.	<p>One commenter suggests that the category of non-qualified syndicated mortgages includes many types of investments that should be regulated differently. For example, the commenter notes that construction and development financing raise different concerns than financing of stabilized assets, raw land or residential properties and should be treated differently. The commenter notes that the multiple funding draws involved in construction financing raise unique issues that are not present for mortgages on existing properties.</p>	<p>The fact that syndicated mortgages include a wide range of types of investments, with potentially different characteristics, supports removing them from the general prospectus and registration exemptions for mortgages, in Ontario, Newfoundland and Labrador, the Northwest Territories, Nova Scotia, Nunavut, Prince Edward Island and Yukon.</p>
19.	<p>One commenter suggests that any syndicated mortgage that is not for a development project of 5 or more units</p>	<p>The narrow definition of qualified syndicated mortgages is deliberate. They are intended to be secured by a</p>

Number	Comment	Response
	<p>should be a qualified syndicated mortgage. The commenter also suggests that only loans where the future value of the property is projected to be something different than the current value or loans where the lender’s priority can change without their knowledge or consent should be excluded from being a qualified syndicated mortgage.</p>	<p>more straightforward type of existing property (primarily residential). It is not appropriate that the definition be broadened to include other types of property or projects, such as development projects or commercial or industrial property. Please refer to the local annex for details regarding the specific terms of the applicable definition of qualified syndicated mortgage.</p>
20.	<p>One commenter suggests that there is no reason to consider commercial or industrial properties as riskier investments than residential properties and questions their exclusion from the definition of a qualified syndicated mortgage.</p>	<p>Investments in properties that are primarily commercial or industrial are more likely to require an understanding of the risks relating to an operating business and have not been included in the definition of qualified syndicated mortgage for this reason.</p>
21.	<p>One commenter suggests that small construction projects, such as infill homes or renovations, should not be excluded from being a qualified syndicated mortgage, because these are not speculative development projects that may never be built.</p>	<p>As noted by commenters, there are complexities associated with development projects. Accordingly, development projects, even of a small number of units, should not be included in the definition of qualified syndicated mortgage.</p>
22.	<p>One commenter suggests allowing mortgage brokerages who are not syndicating equity or high-risk debt investments to be regulated by one regulator. The commenter also suggests adopting the following definitions of “syndicated mortgage” and “qualified syndicated mortgage”:</p> <p>“syndicated mortgage” should be defined as a mortgage debt investment that a mortgage brokerage would allocate to more than one investor who is not</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) a regulated financial institution; (ii) public reporting issuers; (iii) pooled mortgage funds, mortgage corporation or mutual fund trust that have a board of directors approving investments; and 	<p>The definition of syndicated mortgage is an existing definition that is used in securities legislation, including Regulation 45-106 and Regulation 31-103. In addition, the current definition of syndicated mortgage corresponds with the ordinary meaning of the term and it would not be appropriate to define the security by reference to the type of potential investors.</p> <p>We note that the classes of investors that are referred to by the commenter substantially correspond to the investors that would be able to purchase a syndicated mortgage under the accredited investor prospectus exemption or the family, friends and</p>

Number	Comment	Response
	<p>(iv) board of directors, members of management, employees and related parties, including related corporate entities to individuals affiliated with the mortgage brokerage and to the entities under (i), (ii), and (iii).</p> <p>“qualified syndicated mortgage” should be defined as not being a non-qualified syndicated mortgage. The commenter suggests that this term should include a syndicated mortgage investment that for all intents and purposes represents the required equity for a real estate development that has been disguised and treated as mortgage debt security, if a mortgage brokerage has been paid a commission to solicit investors.</p>	<p>business associates prospectus exemption.</p> <p>As discussed above, it is not appropriate to include all syndicated mortgages, other than the highest-risk investments, within the definition of qualified syndicated mortgage because some of these investments are more appropriately regulated in the same manner as other securities offered in the prospectus exempt market.</p>
23.	<p>One commenter notes that there will be differences in the exemptions for qualified syndicated mortgages across the country as a result of the differences in provincial mortgage regulation. They encourage the CSA to seek harmonization of prospectus exemptions whenever possible to help ease the compliance burden on issuers and improve understanding of the exempt market amongst investors.</p>	<p>We acknowledge that there will be differences in the exemptions for qualified syndicated mortgages due, in part, to differences in provincial mortgage legislation and the manner in which mortgage investments are overseen in the different jurisdictions. However, the definitions of qualified syndicated mortgages are substantially harmonized.</p>
<i>Reports of Exempt Distribution</i>		
24.	<p>Four commenters suggest that the administrative burden of complying with the requirement to file reports of exempt distribution for the distribution of syndicated mortgage investments is a significant financial and administrative cost. These commenters also request clarification as to why the timing of the filing of a report of exempt distribution is outside the scope of this project.</p>	<p>The requirement to file a report of exempt distribution in connection with the use of certain prospectus exemptions is a routine and longstanding requirement of securities law in Canada.</p> <p>Generally, we do not see any policy reason to treat the distribution of syndicated mortgage investments differently from distributions of other types of investments, such as investments in mortgage investment entities, real estate investment trusts</p>

Number	Comment	Response
		<p>and investment entities that invest in real estate development projects.</p> <p>The report of exempt distribution provides Canadian securities regulators with important information about financing activities being conducted in their jurisdictions and serves an important investor protection function in that it allows the securities regulators to monitor the use of these exemptions for compliance with the securities law requirements.</p> <p>The CSA is considering potential changes to the timing for the filing of reports of exempt distribution as a separate initiative.</p> <p>Please refer to the local annex for details regarding additional exemptions in certain jurisdictions that do not require reports of exempt distribution.</p>
25.	<p>Four commenters note that construction mortgages have different draws and different investors participate at each stage, which could trigger multiple reports of exempt distribution.</p>	<p>We note that multiple draws are a feature of many types of offerings in the prospectus exempt market and are not aware of any reason to treat the timing of the filing of a report of exempt distribution for a syndicated mortgage investment differently from other types of investments, such as investments in mortgage investment entities, real estate investment trusts and investment entities that invest in real estate development projects.</p>
26.	<p>Four commenters suggest that:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Construction mortgages should require one filing at an initial funding and subsequent advances should not trigger additional reports of exempt distribution. • Reports of exempt distribution should be filed on a monthly basis and reflect all activities in the month. 	<p>We thank the commenters for these suggestions. We note that depending on the structure of the transaction, subsequent advances of funds under a mortgage may constitute a new distribution of securities and trigger a report of exempt distribution.</p> <p>We confirm that issuers are free to disclose all distributions made in a 10-</p>

Number	Comment	Response
	<ul style="list-style-type: none"> • If the 10-day filing timeline is maintained, issuers should be able to batch all activities in the 10-day period into a single report. • The filing fees should be reduced. • Trades involving permitted investors should not trigger a report of exempt distribution. 	<p>day period in a single report under the current requirements.</p> <p>In most CSA jurisdictions, a distribution of a non-qualified syndicated mortgage to an accredited investor will trigger a report of exempt distribution, including investors that are permitted clients as defined in Regulation 31-103. However, this is not required in certain jurisdictions as described in the local annex for those jurisdictions.</p>
<i>Identifying the issuer of a syndicated mortgage</i>		
27.	<p>Four commenters suggest that establishing the issuer of a syndicated mortgage remains unclear and further clarification should be provided.</p>	<p>We note that the need to determine who is the issuer of a debt security is not a new obligation, as issuers and other market participants have needed to identify the issuer of a debt security under other prospectus exemptions for purposes such as filing reports of exempt distribution.</p> <p>We recognize that there may be a variety of industry practices in terms of how syndicated mortgages are structured and offered to investors and we have included the guidance in section 3.8 of the Policy Statement to Regulation 45-106 to assist market participants in this regard.</p> <p>If a market participant is having difficulty in identifying the issuer of a syndicated mortgage in connection with a particular transaction, we recommend that they consult with CSA staff in their jurisdiction.</p> <p>CSA staff have established and regularly consult with various advisory committees in relation to issues of concern to market participants and are willing to consult with mortgage industry market participants if there is a continuing concern on this point.</p>

Number	Comment	Response
		<p>CSA staff may also publish staff guidance in the form of frequently asked questions if we continue to receive questions on this point.</p>
<i>Exemptions for mortgage funds and sophisticated investors</i>		
28.	<p>Four commenters suggest that mortgage funds and sophisticated syndicated mortgage investors do not need additional protections and a specific prospectus exemption should be provided for these investors.</p>	<p>To the extent that a mortgage fund or a sophisticated mortgage investor meets the definition of “accredited investor” in section 1.1 of Regulation 45-106 or section 73.3 of the <i>Securities Act</i> (Ontario), an issuer may distribute a syndicated mortgage to such an investor in reliance on the accredited investor prospectus exemption.</p> <p>Certain jurisdictions are proposing local exemptions that may apply to the types of investors identified by the commenters. Please refer to the applicable Annex F for additional details.</p>
<i>Appraisals</i>		
29.	<p>Two commenters support the change to the proposed appraisal requirement under the offering memorandum exemption that would require an issuer to deliver an appraisal that was prepared within 6 months of the date it is delivered to a prospective purchaser, instead of within 12 months, because markets can change drastically in a short period of time.</p>	<p>We thank the commenters for their support and input.</p>
30.	<p>One commenter suggests consideration of whether a new appraisal should be triggered if there is an event that has a material adverse impact on the value of the property.</p>	<p>We changed the requirement for an appraisal to value the property as of a date that is within 6 months of the date that the appraisal is delivered to the purchaser from the original proposal of 12 months to address potential changes in the value of a property.</p> <p>In addition, an event that has a material adverse impact on the value of the property related to a syndicated mortgage would likely be a material fact that is required to be disclosed to</p>

Number	Comment	Response
		<p>potential investors. The offering memorandum prospectus exemption requires that the offering memorandum not contain a misrepresentation, including a misrepresentation by omission. An issuer would not be able to continue to rely on the exemption to distribute securities if the appraised value disclosed under item 8 of Form 45-106F18 in the offering memorandum materially misstated the value of the property.</p>
31.	<p>One commenter suggests that the requirement under subsection 2.9(19.3) of Regulation 45-106 to disclose the material factors or assumptions used to determine any value other than the appraised value, should also require a description of the inherent risks and limitations of the assumptions relied upon.</p>	<p>Once disclosed, investors will be able to assess the risks and limitations associated with the assumptions used. The other requirements of subsection (19.3) such as the requirement to disclose the fair market value set out in the appraisal, and the independence or lack of independence of the party that determined the value put forward by the issuer, will allow investors to make an informed investment decision.</p>
32.	<p>One commenter suggests that the proposed appraisal requirement overstates the importance of an “as is” valuation in construction or development projects. The commenter suggests that a more comprehensive leverage schedule that reflects the value-added activities over the course of the project would be more appropriate than a simple loan-to-value ratio based on the current value.</p>	<p>There is no prohibition on updating appraisals as frequently as desired. In addition, alternative values may be provided under the offering memorandum prospectus exemption provided that certain requirements are met.</p>
33.	<p>One commenter notes that for mortgage defaults for uncompleted construction or development projects, liquidating the project is not likely in the best interests of the mortgage investors, because it will come with a significant discount that cannot be determined in advance. The commenter suggests there should be a mechanism that allows existing investors to advance further funds to complete the project.</p>	<p>We note that there is no limitation that would prevent additional distributions to raise additional financing for distressed projects. However, if the issuer is relying on the offering memorandum prospectus exemption, it would likely be required to provide an amended offering memorandum to the new investors and satisfy the appraisal requirement.</p>

Number	Comment	Response
<i>Qualified appraiser</i>		
34.	One commenter suggests that qualified appraisers should be required to have professional liability insurance appropriate to the valuation assignment.	We expect that professional associations will set standards for their members regarding appropriate liability insurance. We do not see this as a function of securities regulation.
<i>Professional association</i>		
35.	One commenter suggests that the element of the definition of “professional association” that a professional association “disciplines, suspends or expels its members if misconduct occurs” may be too narrow. They suggest a change to refer instead to “having the power to discipline, suspend or expel its members if it becomes aware that misconduct has occurred.”	We have revised the definition to require that the professional association have the ability to suspend or expel a member.
36.	One commenter notes that, in Québec, a professional order is different than a professional association because orders are delegated a public mandate by the Minister of Justice. The commenter suggested adding a specific reference to professional orders to the prior version of the proposed definition of professional association.	We have broadened the language used in the definition of professional association to make it clear that a professional order may be included. As indicated in the proposed guidance included in the Policy Statement to Regulation 45-106, we consider that l’Ordre des évaluateurs agréés du Québec falls within the definition of a professional association.
<i>Independence</i>		
37.	One commenter notes that proposed subsection 2.9(19) of Regulation 45-106 states that: “For the purposes of subsections (19.1) and (19.3), a qualified appraiser is independent of an issuer of a syndicated mortgage if there is no circumstance that, in the opinion of a reasonable person aware of all the relevant facts, could interfere with the qualified appraiser’s judgment regarding the preparation of an appraisal for a property.” They suggest explicitly referring to circumstances which could reasonably be	The current interpretation of independence is consistent with the interpretation of independence under <i>Regulation 43-101</i> respecting <i>Standards of Disclosure for Mineral Projects</i> and <i>Regulation 51-101</i> respecting <i>Standards of Disclosure for Oil and Gas Activities</i> . The test for independence has generally worked well under those instruments and additional examples do not appear to be necessary.

Number	Comment	Response
	perceived to potentially interfere with the appraiser’s judgment.	
38.	One commenter recommends expanding the proposed guidance in subsection 3.8(13) of the Policy Statement to Regulation 45-106 on determining independence to include additional relationships that could compromise independence, such as whether additional services are provided by the valuation firm or services are provided by a related entity.	We agree that additional services provided by the valuation firm or services provided by a related entity could be circumstances that would disqualify a qualified appraiser from being independent. The examples provided in the Policy Statement guidance are not exhaustive and are consistent with the guidance provided in other instruments.
<i>Audited financial statements</i>		
39.	<p>One commenter questions the value of audited financial statements for distributions of syndicated mortgages given the following:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lenders are primarily asset-based and focused on the value of the security supporting the mortgage. • Additional value gained from an audit may be limited, particularly if the borrower is a newly created special purpose vehicle. The requirement could lead to structuring to limit the borrowers that are party to the loan and the security for the mortgage. • Audited financial statements are not required where the lenders are OSFI-regulated entities, which erodes the competitive position of non-bank lenders. • IFRS financial statements may be overly burdensome since most companies use accounting standards for private enterprises. 	We note that audited financial statements are required to be provided only for syndicated mortgages distributed under the offering memorandum exemption. We do not see any reason why syndicated mortgages should be treated differently than other securities distributed under this exemption. For distributions under other exemptions, such as the accredited investor exemption, the issuer has the flexibility to determine what disclosure will be provided to satisfy the requirements of prospective investors.
<i>Proposed Form 45-106F18 Supplemental Offering Memorandum Disclosure for Syndicated Mortgages (Form 45-106F18)</i>		
40.	One commenter notes that the addition of Form 45-106F18 is useful because it requires the addition of disclosure of the speculative nature of an investment in a	Item 3 of Form 45-106F18 requires a bold statement concerning the risk of syndicated mortgages together with a

Number	Comment	Response
	<p>syndicated mortgage. However, they are concerned that the risk disclosure does still not go far enough because many retail investors lack sufficient financial literacy to be proficient in financial matters associated with investments in syndicated mortgages. They suggest that there should be clear instructions and notations about the risks involved in investing in syndicated mortgages.</p>	<p>description of any risk factors associated with the offering.</p>
41.	<p>One commenter suggests that subsection (1) of Item 2 of proposed Form 45-106F18, which requires disclosure of the period over which funds will be raised and the factors that determine when they will be raised, should also require disclosure of committed capital amounts, as well as a prior cash call schedule, if ongoing capital raises include progress draw mortgages or investments subject to cash calls. The commenter notes that such disclosure is consistent with suggested client reporting practices as set out in ASC Notice 33-705 <i>Exempt Market Dealer Sweep</i>, May 10, 2017 (ASC Notice 33-705) under the heading “Reporting to Clients”.</p>	<p>We note that an obligation to advance future payments in connection with an investment is a material term that would be required to be disclosed in an offering memorandum used under the offering memorandum prospectus exemption, regardless of the specific nature of the security offered. Accordingly, a specific requirement for syndicated mortgages is not necessary. However, we agree that it may be appropriate for a dealer to stress the potential impact of future cash calls in client disclosure and discussions regarding the suitability of an investment.</p>
42.	<p>One commenter suggests adding mandatory disclosure of additional items about the mortgage and loan terms as well as disclosure of related risks and potential mitigation efforts.</p> <p>The commenter suggests that additional risk-related disclosure is needed because issuers may engage in high credit risk transactions such as unsecured lending and lending that involves high interest rate spreads over risk-free bond rates.</p>	<p>We note that the examples of the potential risk factors described in the instructions to Item 3 of Form 45-106F18 are not exhaustive and issuers are required to disclose all material risk factors. We have added additional examples corresponding to certain of the suggested risk factors.</p> <p>We also note that the Amendments are aimed at syndicated mortgages, which are secured against real property. The amendments are not intended to address unsecured lending or other debt products.</p>
43.	<p>One commenter proposes an explicit requirement to state any connection or relationship under Item 4 [Administration of the Mortgage] of proposed Form 45-</p>	<p>Conflicts of this nature are addressed in Item 16 of Form 45-106F18.</p>

Number	Comment	Response
	<p>106F18, in addition to the qualifications of the service provider. If any known conflicts of interest or operational risks exist, such as those that may relate to the servicing of the loan, they can be disclosed here in addition to the risk disclosure section under Item 3.</p>	
44.	<p>One commenter suggests that the description of the property in Item 6 of proposed Form 45-106F18 should include disclosure for any past material adjustments to valuations of the property and the reasons for such adjustments. These material adjustments may occur for various reasons, including changes in the valuation firm or changes to the underlying assumptions (i.e., cap rate/discount rates) used.</p>	<p>We expect that a current valuation prepared by a qualified appraiser will include adequate disclosure regarding the material factors and assumptions underlying the valuation, including a discussion of changes in value if appropriate. We have not made the proposed change in order to avoid any potential conflicts with the standards prescribed by the applicable professional association.</p>
45.	<p>One commenter suggests specific requirements to disclose the following factors in the description of the syndicated mortgage under Item 7 of proposed Form 45-106F18:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Information that may result in an impairment of the mortgage loan security, the debt service ratio, and material events that may impact the payments, such as availability of insurance for natural disasters, if applicable. • The Form will require disclosure of the loan-to-value (LTV) ratio of the property, calculated on an aggregate basis using the loan value of the syndicated mortgage and all other mortgages or encumbrances with priority over the syndicated mortgage and the appraised value of the property. Perhaps in the future, the CSA may wish to build on terms such as LTV in order to harmonize risk methodology for syndicated mortgages that will allow investors 	<p>We believe that required risk factor disclosure addresses these concerns. However, we have mandated additional disclosure under Item 7 of Form 46-106F18 to address the concerns raised regarding the loan-to-value ratio.</p>

Number	Comment	Response
	<p>to better assess the viability of the mortgage.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Duration of leases. By including such a term, the issuer will be able to better evaluate a lender's suitability and investment horizon by matching it to the duration or length of the lease. • Explain high credit risk in plain language to investors. 	
46.	<p>One commenter suggests stress testing assumptions should be a required factor in an appraisal. We are of the opinion that stress testing assumptions provide valuable information to potential investors. In connection with a firm's KYP responsibility, ASC Notice 33-705 suggests that stress testing encompasses economic and financial variables that may have an impact on the issuer's performance (e.g., interest rate levels, unemployment rate, commodity prices and exchange rates).</p>	<p>We acknowledge the commenter's concerns. However, we believe the specific methodologies for an appraisal should be prescribed by the professional association or order to which the qualified appraiser belongs.</p>
<i>Common administration software</i>		
47.	<p>One commenter suggests that ideally the regulator needs the industry to operate on an administration software tailored to manage, track and distribute required information (both initial underwriting information and ongoing reporting requirements) for all stakeholders involved.</p>	<p>We acknowledge the benefit of common standards that such administration software could provide. However, we do not believe that it would be appropriate for securities regulators to mandate the use of specific software in these circumstances.</p>

ANNEX B

LOCAL MATTERS (QUÉBEC)

Introduction

In Québec, we published for comment, on March 15, 2019, amendments to exemptions relating to syndicated mortgages generally and proposed to exempt locally, from the prospectus requirement, the distribution of a sub-category of syndicated mortgages, “qualified syndicated mortgages” (“QSMs”).

A QSM is a syndicated mortgage that secures a debt obligation on an immovable primarily used for residential purposes, that includes no more than 4 dwellings and that is not incurred for the construction or development of the immovable.

Prospectus exemption for QSMs

As a result of comments received on our 2019 publication, we are publishing for another 60-day consultation period, in Québec, a prospectus exemption for the distribution of QSMs. Other than proposing that the exemption be provided in a regulation instead of a blanket order as suggested in our 2019 publication, the only other changes are clarifications made to the definition of a QSM, which is substantially the same in all jurisdictions.

The proposed prospectus exemption for QSMs is intended to allow issuers to distribute QSMs without having to prepare a prospectus or rely on another prospectus exemption. Because QSMs are similar to conventional mortgages on real property, we propose that QSMs be exempted from prospectus requirements on the basis that conventional mortgages are exempted from prospectus requirements under certain conditions. QSMs also present less investor protection concerns than other more complex types of syndicated mortgages.

This proposed change should alleviate the current regulatory framework for these types of distributions in Québec.

Registration exemption for QSMs

The decision to adopt prospectus and registration exemptions for the distribution of QSMs differ from one jurisdiction to another, because of differences between local real estate markets and between local legislations.

We are not proposing a registration exemption for the distribution of QSMs in Québec. The Autorité des marchés financiers adopted on May 1, 2020, a local framework and rules to oversee mortgage brokers and dealers, and we think that it would be premature to propose a registration exemption for persons distributing QSMs in Québec at this time. We will continue to assess whether we should propose a registration exemption for the distribution of QSMs in Québec.

Exemptions for distributions of syndicated mortgages made to permitted clients

Finally, although some jurisdictions are proposing to exempt distributions of syndicated mortgages to permitted clients from prospectus and registration requirements, subject to conditions varying

amongst jurisdictions, we are not proposing to do so in Québec, for the reasons mentioned above and, namely, because other prospectus exemptions, such as the accredited investor exemption, are already available for the distribution of QSMs to permitted clients.

Please refer to other jurisdictions' local annexes and to our local publication notice for more information.