

**Propositions concernant la réglementation des valeurs
mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit
en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des
BTAA**

**Document de consultation
des Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

Octobre 2008

Table des matières

<i>Introduction</i>	3
<i>Sommaire des propositions</i>	4
<i>Première partie – Le contexte</i>	5
La crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis	5
La propagation des turbulences des marchés du crédit au Canada	5
L’incidence sur le marché des BTAA	6
L’incidence mondiale des turbulences des marchés du crédit	8
a) L’incidence sur les institutions financières	8
b) L’incidence sur les marchés financiers	8
Les causes principales des turbulences des marchés du crédit	9
Le point sur les examens de l’information continue	12
<i>Deuxième partie – Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières</i>	13
1. Les règles applicables aux agences de notation	15
a) Le code de conduite de l’OICV	15
b) Le régime d’inscription de la SEC	17
c) Autres initiatives à l’échelon international	17
d) Le cadre réglementaire des agences de notation	18
Proposition des ACVM n° 1	18
e) Compétence	18
f) Caractéristiques du cadre réglementaire des agences de notation	18
g) Information sur l’information fournie aux agences de notation	20
h) Avantages du cadre réglementaire des agences de notation	21
i) Consultation	21
2. Modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme	22
a) Restriction des placements sous le régime d’une dispense de prospectus de titres de créance à court terme adossés à des actifs	24
Proposition des ACVM n° 2	24
b) Dispense pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs	24
c) Dépôt de la déclaration et paiement des droits	25
d) Les seuils dans la définition de l’investisseur qualifié et la dispense pour l’achat d’un montant d’au moins 150 000 \$	25
Proposition des ACVM n° 3	25
e) Examen approfondi du régime du marché dispensé	26
f) Restrictions à la revente	26
g) Obligation d’information pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs	27
h) Transparence des actifs sous-jacents en général	29
i) Consultation	32
3. L’utilisation des notes dans la législation en valeurs mobilières	33
Proposition des ACVM n° 4	34
a) Admissibilité au régime du prospectus simplifié et du prospectus préalable	34
b) Dispenses pour les emprunts garantis	35
c) Soutien au crédit de remplacement	36
d) Consultation	37
4. Le rôle des intermédiaires	37
Proposition des ACVM n° 5	38

a) Obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance	38
b) Conflits d'intérêts chez les intermédiaires	38
Proposition des ACVM n° 6	38
5. Placements des organismes de placement collectif dans des BTAA	39
Proposition des ACVM n° 7	39
a) OPC marché monétaire	40
b) Couverture en espèces et placement des espèces reçues en garantie	41
c) Inventaire du portefeuille	41
d) Consultation	41
Facteurs que les ACVM vont continuer à suivre	42
<i>Consultation</i>	43

Introduction

En août 2007, les turbulences sur les marchés du crédit internationaux (appelées dans le présent document les « turbulences des marchés du crédit » ou les « turbulences des marchés »¹) ont entraîné au Canada la paralysie du compartiment non bancaire du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs* (BTAA).

En réponse, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont pris un certain nombre de mesures immédiates, notamment :

- effectuer des examens de l'information continue fournie par les émetteurs assujettis qui détenaient des montants importants de BTAA non bancaires;
- participer à diverses initiatives internationales, notamment les groupes de travail de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sur les agences de notation et sur la crise des crédits hypothécaires à risque;
- effectuer des inspections de conformité de certains gestionnaires de portefeuille et des sondages auprès de certaines sociétés de gestion de fonds d'investissement au sujet de leurs placements dans des BTAA;
- suivre l'évolution de la réorganisation du marché gelé des BTAA non bancaires.

En janvier 2008, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) a entrepris un examen des programmes de BTAA non bancaires au Canada et a effectué une inspection de conformité de tous les courtiers membres de l'OCRCVM qui produisaient et/ou plaçaient des BTAA auprès de leurs clients. Un rapport exposant les conclusions de l'OCRCVM devrait être publié à l'automne 2008.

Le 20 décembre 2007, les ACVM ont annoncé la formation d'un groupe de travail (le groupe de travail des ACVM sur les BTAA ou le comité) chargé d'examiner les questions de réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences des marchés et de formuler des recommandations aux présidents des ACVM sur les réponses appropriées en matière de réglementation. Le comité se compose de représentants de la British Columbia Securities Commission, de l'Alberta Securities Commission, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de l'Autorité des marchés financiers du Québec.

* Les billets de trésorerie adossés à des actifs correspondent aux instruments appelés en anglais *asset-backed commercial paper*; on emploie souvent pour désigner ces instruments une traduction littérale : *papier commercial adossé à des actifs* ou *PCAA*.

¹ Dans d'autres sources, on a appelé les turbulences des marchés du crédit l'« étranglement du crédit », le « resserrement du crédit » ou la « crise du crédit ».

Les présidents des ACVM ont demandé au comité de rédiger et de publier le présent document de consultation en vue de recueillir les commentaires du public. Le présent document a pour but :

- d'exposer les réponses que propose le comité par rapport aux causes des turbulences des marchés pour lesquelles des mesures de réglementation des valeurs mobilières sont nécessaires ou appropriées;
- de recueillir les commentaires du public sur les propositions du comité.

La première partie traite du contexte des turbulences des marchés, notamment de leurs causes principales. La seconde partie expose les propositions du comité pour répondre aux turbulences des marchés.

Sommaire des propositions

Le comité propose² :

1. de mettre en place un cadre réglementaire s'appliquant aux « agences de notation agréées ». Ce cadre obligerait notamment les agences de notation à respecter le principe « se conformer ou expliquer » des *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (Fondements du code de conduite des agences de notation) de l'OICV (désignés ci-après le « code de conduite »). Il conférerait également aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir d'exiger des modifications des pratiques et procédures d'une agence de notation. Le comité examinera s'il convient, dans ce cadre, d'exiger que soit rendue publique toute l'information fournie par l'émetteur à l'agence de notation et utilisée par elle pour établir et surveiller les notes. Le cadre donnerait une définition du terme « agence de notation agréée » qui inclurait les « *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* » (NRSRO) reconnues par la Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC);
2. de modifier la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de manière qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs; de cette façon, le placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs devrait se faire sous le régime d'autres dispenses;
3. de mener une étude distincte des ACVM pour considérer dans quelle mesure sont appropriés
 - i) les seuils de revenu et d'actif financier net dans la définition de l'investisseur qualifié et
 - ii) la dispense pour les opérations de 150 000 \$ ou plus;
4. d'examiner s'il faut réduire l'utilisation des notes dans la législation canadienne en valeurs mobilières;
5. de coordonner avec l'OCRCVM les diverses initiatives de réglementation axées sur le rôle des intermédiaires qui sont des personnes inscrites dans le placement de titres adossés à des actifs, comme les BTAA;

² Les propositions présentées dans le présent document n'ont été approuvées par aucune autorité canadienne en valeurs mobilières ni aucun gouvernement d'une province ou d'un territoire.

6. de revoir les définitions des termes « émetteur relié » et « émetteur associé » dans le projet de *Norme canadienne 31-103 sur les obligations d'inscription* (la Norme canadienne 31-103) pour s'assurer qu'elles englobent les émetteurs de BTAA et de produits similaires;
7. d'examiner :
 - (i) si une restriction relative à la concentration dans la Norme canadienne *81-102 sur les organismes de placements collectifs* (Norme canadienne 81-102) pour les OPC marché monétaire est appropriée et, dans l'affirmative, si la restriction actuelle à 10 % est appropriée;
 - (ii) s'il faut restreindre davantage les types de placements (comme les titres de créance à court terme adossés à des actifs) que peut faire un OPC marché monétaire;
 - (iii) si les actifs comme les titres de créance à court terme adossés à des actifs sont appropriés comme actifs admissibles dans la définition de « couverture en espèces » et de « titre admissible »;
 - (iv) s'il faudrait permettre de regrouper les titres de créance à court terme, notamment les BTAA ayant une note déterminée, dans l'inventaire du portefeuille.

Première partie – Le contexte

La crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis

Les observateurs s'accordent à dire que les turbulences sur les marchés du crédit internationaux qui ont commencé à l'été 2007 provenaient de la crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis. Les crédits hypothécaires à risque sont des crédits hypothécaires consentis à des emprunteurs à haut risque. Ces emprunteurs ont des revenus moindres et/ou des antécédents de crédit plus faibles que les emprunteurs traditionnels (qualifiés en anglais de « *prime* »).

Au cours des dernières années, le nombre de crédits hypothécaires à risque consentis aux États-Unis a augmenté considérablement dans un contexte de hausse des prix de l'immobilier. Les banques d'investissement américaines ont regroupé un grand nombre de ces crédits hypothécaires dans des portefeuilles garantissant des titres adossés à des créances hypothécaires, lesquels étaient vendus à des investisseurs. Toutefois, une combinaison de normes de crédit laxistes, de fraude potentielle, d'ajustements des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires à taux variable et du fléchissement des prix de l'immobilier aux États-Unis a conduit à une augmentation marquée des taux de défaillance et de saisie pour les crédits hypothécaires à risque.

De ce fait, il est devenu clair que les crédits hypothécaires à risque étaient beaucoup plus risqués que le marché ne l'avait anticipé. Les institutions financières, les fonds de couverture et les autres entités qui détenaient des placements comportant une exposition aux crédits hypothécaires à risque ont subi des pertes considérables depuis le milieu de 2007.

La propagation des turbulences des marchés du crédit au Canada

On voit généralement la crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis comme le facteur qui a déclenché les turbulences des marchés, alors que le processus de la titrisation est présumé avoir « propagé la contagion » dans les marchés du crédit mondiaux. Le processus de titrisation

comporte un certain nombre d'avantages importants, comme la diversification du risque provenant de l'octroi de crédits hypothécaires ou d'autres crédits. Même si la titrisation a permis l'exposition aux crédits à risque, il va de soi qu'elle continuera de jouer un rôle important sur les marchés du crédit mondiaux.

Au Canada, la transparence limitée des titres du marché dispensé, comme les titres adossés à des créances hypothécaires, les BTAA et les titres garantis par des créances (appelés en anglais *collateralized debt obligations* ou *CDOs*), avait pour conséquence que les investisseurs ne pouvaient pas déterminer facilement les actifs sous-jacents à ces titres. Les institutions financières et les investisseurs éprouvaient également des difficultés à déterminer l'exposition au crédit des contreparties avec lesquelles ils traitaient.

Cette incertitude a provoqué une importante réévaluation du risque, l'effondrement du marché de la revente de certains produits structurés et l'évaporation de la liquidité. Au Canada, le gel en août 2007 du marché des BTAA non bancaires, 35 milliards de dollars à l'époque, a constitué l'un des effets les plus visibles des turbulences des marchés.

L'incidence sur le marché des BTAA

Les BTAA sont des titres de créance à court terme (à échéance de moins d'un an) qui sont généralement rémunérés ou garantis par un portefeuille d'actifs ou de titres. Ils sont ordinairement placés sous le régime de la dispense de prospectus pour les titres de créance à court terme, prévue à l'article 2.35 de la *Norme canadienne 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (la « Norme canadienne 45-106 »).

Selon l'OCRCVM, au moment du gel du marché des BTAA non bancaires, environ 2 500 porteurs étaient des investisseurs de détail (autres que des entreprises) qui avaient acheté des BTAA sous le régime de la dispense pour les titres de créance à court terme. De ce nombre, 95 % étaient des clients de cinq courtiers membres de l'OCRCVM. L'OCRCVM estime qu'environ 55 % de ces investisseurs détenaient moins de 50 000 \$ en BTAA et environ 24 % détenaient plus de 150 000 \$. Au total, ces investisseurs de détail détenaient environ 372 millions de dollars de l'encours total des BTAA non bancaires. On ne sait pas bien quelle proportion de ces investisseurs auraient rempli les conditions pour être des investisseurs qualifiés. Ce qu'on sait par contre, c'est que la paralysie du marché des BTAA a causé aux investisseurs des difficultés considérables.

Dans une structure habituelle de BTAA, le décalage entre les échéances des BTAA à court terme en circulation et des actifs sous-jacents à plus long terme détenus par l'émetteur crée un risque de défaillance qui pourrait empêcher les émetteurs de procéder au « report » ou d'émettre de nouveaux billets pour financer les emprunts qui arrivent à échéance. Les émetteurs de BTAA ont généralement besoin d'un concours de trésorerie (*liquidity facility*) pour atténuer ce risque.

Au Canada, les concours de trésorerie pour les émetteurs de BTAA comportaient généralement un critère de « perturbation générale des marchés », selon lequel le concours n'était activé que si les billets de trésorerie ne pouvaient être émis à aucun prix par aucun émetteur. Ces dispositions sur les concours de trésorerie « de type canadien » étaient fondées sur la ligne directrice B-5 du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), datée de juillet 1994 (révisée en novembre 2004). Pour le calcul des exigences de fonds propres de la banque, ce texte excluait les portions inutilisées d'un concours de trésorerie qui ne pouvait être utilisé qu'en cas de

« perturbation générale des marchés ». Les banques fournissant des concours de trésorerie plus larges « de type international » auraient vu des exigences de fonds propres s'appliquer aux portions inutilisées des concours de trésorerie consentis.

Ces règles sur les fonds propres n'étaient pas particulières au Canada. D'ailleurs, certains pays n'avaient pas d'exigences de fonds propres pour des concours de trésorerie de type international. Ce qui était particulier au Canada, c'est que DBRS Limited (DBRS) attribuait sa plus haute note à des BTAA bénéficiant d'un concours de trésorerie de « perturbation générale des marchés » de type canadien alors qu'aucune autre agence de notation ne notait des BTAA de ce type. DBRS ne note plus les BTAA bénéficiant d'un concours de trésorerie de type canadien.

Le 19 juin 2008, le BSIF a publié une nouvelle version d'un préavis exposant ses attentes sur les activités de titrisation des banques³. Il propose l'élimination du facteur de conversion en équivalent crédit de 0 % applicable aux concours de trésorerie utilisables en cas de perturbation générale des marchés. Ces concours seront désormais assujettis au régime de fonds propres qui s'applique aux concours de trésorerie de type international.

Lorsque le marché canadien des BTAA non bancaires a gelé en août 2007, les émetteurs de BTAA bancaires ont pu continuer à reporter leur BTAA sans guère de perturbation. Les banques ont racheté une bonne partie des BTAA aux conduits qui leur étaient reliés et ont réintégré dans leur bilan des montants considérables de BTAA. Parce que les banques pouvaient reporter leurs BTAA, certains fournisseurs de concours de trésorerie ont maintenu qu'il n'y avait pas de perturbation générale des marchés et n'ont donc pas accepté de fournir les concours demandés aux émetteurs non bancaires pour cette raison. Sans soutien de liquidité, le marché des BTAA non bancaires au Canada a cessé de fonctionner.

Les BTAA non bancaires gelés font l'objet d'une proposition de restructuration dans le cadre de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*. Selon la proposition, les investisseurs recevraient des obligations à long terme en échange de leurs BTAA non bancaires. Sous réserve de la réussite de la restructuration, on prévoit que les courtiers membres de l'OCRCVM devraient racheter pour environ 180 millions de dollars de BTAA à leur valeur nominale plus les intérêts (si ces derniers sont payables selon le plan de restructuration) à environ 1 800 investisseurs de détail (soit ceux qui ont investi moins d'un million de dollars dans des BTAA non bancaires). En outre, selon de l'information obtenue auprès de l'OCRCVM, ses membres ont déjà racheté environ 320 millions de dollars de BTAA non bancaires à environ 600 investisseurs.

La Cour supérieure de l'Ontario a approuvé le plan de restructuration le 5 juin 2008. La décision du tribunal a été portée en appel auprès de la Cour d'appel de l'Ontario, qui a confirmé la décision de première instance le 18 août 2008. Le 19 septembre 2008, la Cour suprême du Canada a rejeté la demande d'autorisation de pourvoi de ces deux décisions.

³ On peut le consulter à l'adresse <http://www.osfi-bsif.gc.ca>

L'incidence mondiale des turbulences des marchés du crédit

a) *L'incidence sur les institutions financières*

Les turbulences des marchés ont durement touché les banques commerciales et d'investissement dans le monde de diverses façons.

D'abord, un certain nombre d'émetteurs bancaires n'ont pu racheter à l'échéance leurs titres adossés à des actifs en circulation. De nombreuses banques promotrices sont intervenues en rachetant les titres aux investisseurs et en les réintégrant dans leur bilan. Les exigences de fonds propres applicables aux titres de créance que les banques promotrices ont réintégrés dans leur bilan constituent l'une des raisons pour lesquelles de nombreuses banques commerciales ont réduit leurs capacités de crédit.

Deuxièmement, le risque de contrepartie est devenu une considération de première importance dans les décisions de crédit. Les crédits interbancaires ont diminué, pendant que les taux de ces crédits ont augmenté. Les institutions financières sont de plus en plus réticentes à conclure des opérations de crédit avec d'autres institutions lorsqu'elles ne peuvent apprécier l'exposition de celles-ci à des crédits hypothécaires à risque ou à d'autres actifs potentiellement dépréciés. Il en est résulté que les institutions qui se heurtaient à des problèmes de liquidité en raison des turbulences des marchés ne pouvaient avoir accès au crédit interbancaire, source de capital traditionnellement fiable.

Troisièmement, la contraction du crédit a entraîné une réduction du crédit disponible pour les prises de contrôle par emprunt. Traditionnellement, les banques ont fourni des capitaux pour les prises de contrôle par emprunt et ont titrisé les emprunts puis les ont placés auprès des investisseurs. Elles ont été moins disposées à octroyer ce type de crédit, par crainte d'être obligées de conserver ces crédits sur leur bilan.

Enfin, de nombreuses banques qui avaient investi dans des titres adossés à des actifs (notamment des titres adossés à des créances hypothécaires et des titres garantis par des créances) ont dû procéder à des dépréciations importantes de leur portefeuille, notamment par suite de l'exposition à des contreparties comme les assureurs monogammes.

b) *L'incidence sur les marchés financiers*

Les turbulences des marchés du crédit ont aussi eu une incidence considérable sur les marchés financiers mondiaux. Les cours des actions ont fléchi par suite des moins-values sur les titres adossés à des actifs dans les portefeuilles de sociétés cotées, notamment de grandes institutions financières, et de la spéculation au sujet de ces dépréciations⁴.

⁴ Dans son Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2008, le Fonds monétaire international note que les pertes découlant de la crise des crédits hypothécaires à risque peuvent atteindre 1 billion de dollars US. La Bank of England avance, dans son rapport d'avril 2008, que les pertes effectives seraient plus près de 170 milliards de dollars. Elle soutient que la valorisation au marché de titres illiquides pouvait exagérer considérablement l'ampleur des pertes que les institutions financières pourront subir à terme. Dans le monde, on a comptabilisé jusqu'à maintenant plus de 500 milliards de dollars US de moins-values.

Il en est résulté une crise de confiance dans les marchés financiers et une fuite des investisseurs vers la sécurité. À l'extérieur du Canada, cela a entraîné la débâcle de diverses institutions financières ou la nécessité d'une intervention de l'État pour empêcher une telle débâcle⁵. On peut conclure que les institutions financières et les marchés financiers au Canada ont été moins touchés par les turbulences des marchés que les institutions et les marchés de nombreux autres pays. Néanmoins, les turbulences des marchés ont eu une incidence très importante au Canada.

Les causes principales des turbulences des marchés du crédit

Ainsi qu'il a été précédemment indiqué, on est généralement d'avis que la crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis a déclenché les turbulences des marchés du crédit, tandis que la titrisation a « propagé la contagion » sur les marchés du crédit mondiaux. De nombreux facteurs ont contribué aux turbulences sur les marchés du crédit à l'échelon international, mais on convient généralement que les facteurs clés sont les suivants :

1. **Le découplage du risque dans le modèle bancaire *originate-to-distribute*** (octroi en vue de la cession). En regroupant les crédits et en les vendant à des entités hors bilan ad hoc, l'initiateur ne supporte plus le risque contractuel de défaillance. Ce modèle bancaire *originate-to-distribute* incite moins les prêteurs à choisir avec soin les emprunteurs et il a érodé la discipline de crédit du modèle traditionnel de crédit bancaire. De plus, les structures de rémunération dans les institutions financières ont incité les personnes intervenant dans le processus de titrisation à maximiser les recettes à court terme tirées du placement et du montage sans prendre en compte autant qu'il le faudrait les risques à plus long terme.
2. **Le rôle des agences de notation.** De nombreux investisseurs se sont appuyés sur les notes établies par les agences de notation pour décider d'investir dans des titres adossés à des actifs et d'autres produits structurés. Plusieurs problèmes se rapportant aux agences de notation et à leurs notes ont été considérés comme des facteurs ayant contribué aux turbulences des marchés, notamment :
 - les craintes que les agences de notation se soient servies de méthodologies de notation défectueuses pour établir la note des produits structurés;
 - l'incompréhension des notes par les investisseurs. Une note est censée être une mesure du risque de crédit, c'est-à-dire de la capacité des actifs sous-jacents de financer le remboursement du principal et le paiement des intérêts selon les modalités de l'emprunt en cause. Une note n'est pas une mesure de la liquidité du titre (risque de liquidité) ou du cours auquel le titre peut-être vendu sur le marché (risque de

⁵ Par exemple, en mars 2008, The Bear Stearns Companies, Inc. a reçu un prêt d'urgence de 28 milliards de dollars US de la Federal Reserve Bank de New York et de JP Morgan Chase & Co. avant d'être vendue à JP Morgan Chase moyennant 10 \$ US l'action. Plus récemment, le 7 septembre 2008, la Federal Housing Finance Agency des États-Unis a décidé de mettre la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) sous tutelle, plaçant ainsi ces entités sous contrôle gouvernemental. Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers Holdings Inc. s'est mise sous la protection de la *Loi américaine sur les faillites* en vertu du chapitre 11. Le jour suivant, la Federal Reserve Bank des États-Unis a accordé une facilité de crédit de 85 milliards de dollars US à American International Group, Inc.

marché). De nombreux investisseurs n'ont pas compris ces distinctions et la relation entre le risque de liquidité, le risque de marché et le risque de crédit;

- les conflits d'intérêts potentiels des agences de notation, notamment les conflits qui surviennent pour les raisons suivantes :
 - (i) les agences de notation sont rémunérées par les émetteurs des titres qu'elles notent;
 - (ii) les agences de notation ne sont pas payées ordinairement avant qu'une opération notée soit menée à bonne fin, de sorte qu'elles sont incitées à attribuer une note élevée et qu'il y a un potentiel de « recherche de notes favorables »;
 - (iii) les agences de notation peuvent fournir des services accessoires aux émetteurs de titres qu'elles notent.

La SEC a publié un rapport en juillet 2008 dans lequel elle résume les problèmes relevés à l'occasion d'inspections effectuées aux États-Unis chez Fitch, Moody's et Standard & Poor's. En particulier, le personnel de la SEC a relevé des problèmes en ce qui concerne la façon dont les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêts, en particulier ceux qui proviennent de la rémunération par l'émetteur. Par exemple, le personnel de la SEC a noté que les analystes chargés de la notation participaient aux discussions sur la rémunération en dépit des politiques des agences de notation l'interdisant. La SEC a recommandé que chaque agence de notation qu'elle a inspectée examine comment gérer ce conflit et prenne des mesures en ce sens. Chacune de ces agences de notation a dit qu'elle mettrait en œuvre les recommandations⁶.

3. **Trop grande confiance des investisseurs et des intermédiaires dans les notes.** De nombreux investisseurs et intermédiaires ont accordé une trop grande confiance aux notes en prenant des décisions d'investissement dans des produits structurés. On peut penser que les investisseurs institutionnels n'ont pas procédé à un contrôle diligent adéquat et ont sous-estimé les risques de ces produits structurés complexes.
4. **Transparence et information sur les actifs sous-jacents.** Les initiateurs n'ont pas toujours fourni et/ou les investisseurs n'ont pas toujours exigé une information adéquate au sujet de la structure des produits structurés, notamment les titres adossés à des actifs comme les BTAA et les titres garantis par des actifs, et des actifs sous-jacents à ces produits. Ce manque de transparence rendait difficile pour les participants au marché de déterminer quels produits étaient adossés à des crédits hypothécaires à risque et quelle était la composition des actifs sous-jacents pour un produit donné. Cela a contribué à la crise de confiance et à la fuite des investisseurs vers la sécurité.

⁶ *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies* (rapport sommaire sur les problèmes relevés par le personnel de l'Office of Compliance Inspections and Examinations, de la Division of Trading and Markets et de l'Office of Economic Analysis, Securities and Exchange Commission des États-Unis, juillet 2008. On trouve le rapport à l'adresse www.sec.gov).

5. Le rôle des intermédiaires

Obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance. Les turbulences des marchés et le gel du marché des BTAA au Canada ont soulevé des préoccupations concernant le respect par les courtiers et les conseillers en placement de leurs obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance lorsqu'ils ont recommandé à leurs clients des produits structurés comme les BTAA. Avant de recommander l'achat d'un titre, les intermédiaires doivent en comprendre les modalités et les risques qu'il comporte. Certains ont allégué que les intermédiaires ont présenté les BTAA aux investisseurs comme des titres aussi sûrs que les emprunts d'État. Cela a soulevé des questions au sujet de la procédure d'approbation des produits nouveaux chez les intermédiaires. Les autorités en valeurs mobilières font enquête sur ces questions par rapport aux personnes inscrites.

Conflits d'intérêts. Il se peut que certains intermédiaires aient eu des conflits d'intérêts du fait de leurs rôles dans le montage et la vente des produits structurés. Il se peut que des pressions aient été exercées sur des intermédiaires pour qu'ils recommandent les titres émis par un apparenté.

6. Gestion du risque déficiente.

Plusieurs se sont demandés si la gestion du risque dans les banques et les autres institutions financières s'est adaptée aux innovations dans les pratiques de crédit et de négociation. En particulier, certaines banques ont pris des grosses positions sur des produits structurés et des dérivés connexes (notamment des swaps sur défaillance de crédit), apparemment sans comprendre les risques de ces instruments. Les pertes que ces institutions ont subies sur ces positions ont eu une incidence négative importante sur leur ratio de fonds propres et sur leurs capacités de prendre de nouveaux engagements. Il en est résulté des pratiques de crédit plus prudentes, ce qui a exacerbé les turbulences des marchés.

Des problèmes de gestion du risque ont aussi été relevés à l'égard de l'exposition à des dérivés comme les swaps sur défaillance de crédit. De nombreux émetteurs de produits structurés ont vendu ou détenu des swaps sur défaillance de crédit pour augmenter leur exposition aux actifs sous-jacents ou à titre d'assurance contre un fléchissement des marchés du crédit. On estime qu'à la fin de 2007, des swaps sur défaillance de crédit avaient été vendus pour un montant d'environ 62 billions de dollars US⁷. Ce chiffre est nettement plus élevé que l'encours des emprunts sous-jacents aux swaps sur défaillance de crédit.

⁷ Chiffres provenant de l'International Swaps and Derivatives Association à l'adresse <http://www.isda.org/statistics>.

7. Problèmes liés à la comptabilisation

Comptabilisation hors bilan. Par le processus de la titrisation, les banques ont pu transférer des portefeuilles de crédits de leur bilan à des entités ad hoc. Cela leur permettait d'échapper aux exigences de fonds propres sur le portefeuille de crédits et de libérer davantage de capital pour d'autres possibilités de crédit. Dans certains cas, lorsque les entités ad hoc ont fait défaut, les banques promotrices ont réintégré les actifs dans leur bilan pour protéger leurs clients.

Il se peut que les banques, lorsqu'elles procèdent ainsi, réduisent leur participation aux marchés du crédit jusqu'à ce qu'elles soient fixées sur les fonds propres additionnels qui sont nécessaires pour soutenir ces actifs. Les banques sont devenues beaucoup plus prudentes dans leurs pratiques de crédit du fait qu'elles cherchent à protéger un bilan qui se dégrade au milieu des réductions de valeur d'actifs dépréciés.

Valorisation. Selon les règles comptables, les titres doivent être mesurés à leur juste valeur. La juste valeur des titres qui n'ont pas de cours coté (comme les BTAA, les titres adossés à des actifs et les produits structurés similaires) doit être estimée au moyen de techniques de valorisation appropriées étant donné qu'il n'existe pas de modèle normalisé pour la détermination de la juste valeur. Les déterminations de juste valeur peuvent présenter des écarts importants si les données d'entrée utilisées pour les techniques de valorisation reflètent des attentes du marché et des facteurs risque/rendement différents pour l'instrument financier. Ceci peut entraîner des désaccords entre la direction et les vérificateurs, ou entre les emprunteurs et les banques effectuant des appels de marge. Dans ce contexte, le pourcentage de réduction de valeur par les émetteurs de BTAA a varié grandement, la majorité des émetteurs constatant des réductions de 25 % à 45 %.

En outre, les ventes d'actifs problématiques en réponse à des appels de marge peuvent contribuer à la multiplication des ajustements à la baisse de la juste valeur. On a suggéré que les règles de valorisation au marché peuvent causer la dépréciation de nombreux produits structurés longtemps avant qu'on voie clairement quel sera le montant recouvrable à terme. Sans doute, ces réductions de valeur pourront être suivies de reprises dans les exercices ultérieurs lorsque les marchés se stabiliseront, mais un cycle négatif peut se nourrir lui-même et déclencher des réponses chez les participants au marché, comme des appels de marge plus élevés. Des appels de marge plus élevés obligent les entités ad hoc, les fonds de couverture et les autres banques détenant les crédits à chercher des capitaux additionnels par la liquidation d'actifs ou par d'autres moyens, ce qui perpétue le cycle. Cela peut aussi avoir contribué aux turbulences des marchés.

Le point sur les examens de l'information continue

À l'automne 2007, les ACVM ont entrepris un examen ciblé des émetteurs assujettis canadiens qui détenaient des montants importants de BTAA non bancaires. En particulier, le personnel des ACVM évalue si les émetteurs ont comptabilisé correctement leurs avoirs de BTAA dans leurs états financiers et s'ils ont fourni une information appropriée sur les facteurs et hypothèses significatifs dans le rapport de gestion. Le personnel des ACVM continuera ces examens de l'information continue jusqu'à ce que soit achevée la restructuration des BTAA non bancaires gelés.

Le personnel des ACVM examine aussi l'information fournie par plusieurs banques canadiennes pour vérifier si elles se sont conformées aux obligations d'information existantes. En particulier, les ACVM examinent si ces banques ont exposé de manière adéquate l'objectif commercial et les activités des entités hors bilan, les risques qu'elles comportent et les pratiques de valorisation pour les titres qui ne font pas l'objet d'un marché actif.

Sur le fondement des examens effectués jusqu'à maintenant, on constate une augmentation de l'information en ce qui concerne les risques hors bilan et la nature des actifs sous-jacents dans les véhicules hors bilan. D'autres émetteurs possédant des montants importants de BTAA ont commencé à fournir l'information sur les facteurs et les hypothèses employés pour déterminer la juste valeur des titres qui ne font plus l'objet d'un marché actif.

Malgré le fait que l'information s'améliore, le personnel des ACVM a demandé à un certain nombre d'émetteurs d'étoffer l'information sur les facteurs et les hypothèses employés pour déterminer la juste valeur des instruments financiers et l'incidence des BTAA détenus sur la liquidité et/ou les ressources financières de l'émetteur dans les prochains états financiers et le prochain rapport de gestion qu'ils déposeront.

Le personnel des ACVM effectue également des examens réguliers de l'information continue pour s'assurer que les émetteurs assujettis se conforment aux obligations d'information existantes. À la suite de ces examens, quatre émetteurs ont dû redresser et redéposer leurs états financiers parce que les réductions de valeur liées à la valorisation étaient inadéquates et que les BTAA n'étaient pas correctement classés dans leur bilan.

L'annexe sur le rapport de gestion expose l'information exigée pour les arrangements et instruments financiers hors bilan. Le Manuel de l'ICCA contient également des obligations d'information pour les arrangements et instruments financiers hors bilan. Sur le fondement des examens effectués jusqu'à maintenant, le personnel des ACVM a noté une amélioration de l'information dans ces domaines et a donc conclu que, pour le moment, il n'est pas nécessaire d'apporter de modifications aux obligations d'information par suite des turbulences des marchés.

Deuxième partie – Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières

Le comité a examiné les nombreux facteurs désignés comme causes des turbulences des marchés ou comme y ayant contribué. Il s'est demandé si une intervention sur le plan de la réglementation était nécessaire ou justifiée dans les cinq domaines suivants :

1. le rôle des agences de notation (notamment la question de savoir s'il faut que soit rendue publique l'information que les agences de notation reçoivent et utilisent dans leur travail de notation);
2. les modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme;
3. l'utilisation des notes dans la législation en valeurs mobilières;
4. le rôle des intermédiaires;

5. les placements effectués par des organismes de placement collectif dans des BTAA.

Le comité a appliqué les quatre principes directeurs suivants dans ses travaux :

1. Les ACVM devraient identifier les lacunes ou les problèmes dans la réglementation découlant des turbulences des marchés et se limiter à traiter ces questions.
2. Le comité devrait se demander si une question particulière devrait être traitée en droit des valeurs mobilières et si les ACVM ont la compétence pour la traiter.
3. L'approche adoptée par les ACVM dans leur réponse aux turbulences des marchés devrait être conforme à l'évolution des travaux à l'échelon international, notamment les initiatives des entités suivantes :
 - l'OICV⁸;
 - la SEC⁹;
 - le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)¹⁰;
 - le Forum de la stabilité financière (le FSF)¹¹;
 - le groupe de travail du Président des États-Unis sur les marchés financiers¹².
4. Le comité devrait examiner si le marché a répondu adéquatement à une question particulière et si cette réponse est susceptible de se maintenir.

⁸ Voir les *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (fondements du code de conduite des agences de notation), révisé en mai 2008, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets* (le rôle des agences de crédit sur les marchés de produits de financement structuré), mai 2008 et le *Report of the Task Force on the Subprime Crisis* (rapport du groupe de travail sur la crise des crédits hypothécaires à risque), mai 2008. On peut consulter ces documents à l'adresse suivante : www.iosco.org

⁹ Voir « *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* », *Release No. 34-57967*, « *Security Ratings* », *Release No. 33-8940*, « *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* », *Release Nos. IC-28327; IA-2751* et « *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* », *Release No. 34-58070*. On peut consulter ces documents à l'adresse www.sec.gov.

¹⁰ Voir le *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance* (deuxième rapport à la Commission européenne sur le respect du code de conduite de l'OICV par les agences de notation et sur le rôle de ces dernières en matière de produits structurés), 19 mai 2008, qu'on peut consulter (en anglais seulement) à l'adresse www.cesr-eu.org.

¹¹ Voir le *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 avril 2008, qu'on peut consulter à l'adresse www.fsforum.org.

¹² Voir le *Policy Statement on Financial Market Development*, mars 2008, qu'on peut consulter à l'adresse www.ustreas.gov.

1. Les règles applicables aux agences de notation

Les agences de notation au Canada ne sont pas assujetties à une surveillance formelle par les autorités en valeurs mobilières ou à un régime de sanctions civiles prévu par la loi. Néanmoins un certain nombre de règles et d'instructions générales du Canada mentionnent ou utilisent les notes établies par les agences de notation.

Les agences de notation ont certes joué un rôle dans les turbulences des marchés, mais elles n'en sont pas la cause et il est peu vraisemblable que leur réglementation aurait pu empêcher cette situation. Comme l'a noté le CERVM, rien n'indique que la réglementation des agences de crédit aurait influé sur les questions qui se sont posées au sujet des notes de titres adossés à des crédits hypothécaires à risque¹³. Par contre, il importe de régler les questions de réglementation relevées à la suite des turbulences des marchés. On trouvera ci-dessous la proposition des ACVM de mettre en place un cadre réglementaire applicable aux agences de notation (le cadre réglementaire des agences de notation) sous la rubrique « Le cadre réglementaire des agences de notation ».

a) *Le code de conduite de l'OICV*

Le groupe de travail de l'OICV sur les agences de notation a révisé le code de conduite de l'OICV pour tenir compte des réserves au sujet du processus de notation qui ont été soulevées à la suite des turbulences des marchés. Des représentants des ACVM ont participé activement à ces travaux. Les dispositions renforcées du code de conduite modifié portent sur des questions comme les conflits d'intérêts des agences de notation¹⁴ et les malentendus chez les investisseurs au sujet de la portée des notes (article 3.5).

Le code de conduite traite également d'autres questions, notamment :

- les ressources en personnel adéquates pour les agences de notation (articles 1.7 et 1.9),
- l'assurance de la qualité de l'information utilisée pour prendre des décisions de notation (article 1.7),
- la capacité de noter des produits nouveaux (articles 1.7-1 et 1.7-3),
- la différenciation des notes pour des titres différents (article 3.5(b)),

¹³ Voir le *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance*, publié par le CERVM le 19 mai 2008, p. 3.

¹⁴ Les conflits d'intérêts des agences de notation sont traités de façon générale dans la partie 2 du code de conduite. En particulier, le code de conduite traite les questions suivantes :

- les conflits d'intérêts découlant du fait que les émetteurs notés paient une rémunération pour leur notation (section 2);
- la nécessité pour les agences de notation de séparer leur activité de notation de leurs travaux de consultation (section 2.5);
- la capacité des agences de notation de fournir des services accessoires (section 2.5).

En outre, la section 1.14-1 du code de conduite précise que les analystes d'une agence de notation ne devraient pas faire de propositions ou de recommandations sur la conception des produits structurés.

- la fourniture d'une information historique au sujet de la performance des notes (section 3.8).

Le code de conduite comprend également une disposition visant à remédier au manque de transparence des actifs sous-jacents aux produits structurés :

Les agences de notation, en tant que secteur d'activité, devraient encourager les émetteurs de produits de financement structuré et les initiateurs de produits de financement structuré à rendre publique toute l'information pertinente concernant ces produits de sorte que les investisseurs et les autres agences de notation puissent effectuer leurs propres analyses indépendamment de l'agence de notation engagée par les émetteurs et/ou les initiateurs pour établir une note. Les agences de notation devraient indiquer dans leurs annonces de note si l'émetteur d'un produit de financement structuré a rendu publique toute l'information pertinente au sujet du produit noté ou si l'information demeure non publique¹⁵.

Le comité est d'avis que, compte tenu des récentes modifications, le code de conduite constitue une norme complète qui traite en profondeur les préoccupations liées à la gouvernance et à la conduite des agences de notation. Le cadre réglementaire des agences de notation obligerait notamment les agences de notation à respecter le principe « se conformer ou expliquer » du code de conduite.

Conformément à son troisième principe directeur, le comité continuera à suivre les travaux menés à l'échelle internationale sur la surveillance des agences de notation. On a demandé au groupe de travail de l'OICV sur les agences de notation, auquel participent les ACVM, de se pencher sur les moyens d'assurer le respect du code de conduite. En plus de noter que le code de conduite favorise une approche réglementaire conséquente à l'échelle mondiale, l'OICV a récemment annoncé l'adoption des mesures suivantes par le groupe de travail visant à améliorer la surveillance des agences de notation :

- il travaillera à l'élaboration de mécanismes permettant aux autorités en valeurs mobilières de coordonner le suivi de la conformité sur le fond du code de conduite par les agences de notation;
- il examinera l'adoption par les agences de notation de codes de conduite modifiés par rapport à la version révisée du code de conduite de mai 2008;
- il évaluera la possibilité de mettre sur pied un organisme international de surveillance pour aborder certaines questions avec les agences de notation et promouvoir les attentes des organismes de réglementation internationaux¹⁶.

Le groupe de travail de l'OICV doit publier son rapport sur ces mesures en janvier 2009.

¹⁵ Article 2.8(c) du code de conduite.

¹⁶ Voir le communiqué intitulé « *IOSCO urges greater international coordination in the oversight of Credit Rating Agencies* », publié par l'OICV le 17 septembre 2008, qu'on peut consulter à l'adresse www.iosco.org.

b) *Le régime d'inscription de la SEC*

Aux États-Unis, une agence de notation est assujettie à la surveillance de la SEC en vertu du *2006 Credit Rating Agency Reform Act*. Selon cette loi, une agence de notation peut s'inscrire à titre de NRSRO. La loi donne également à la SEC le pouvoir de réglementer les processus internes d'une NRSRO pour la tenue de dossiers et la gestion des conflits d'intérêts. En juin 2007, la SEC a pris des règles qui ont mis en vigueur les dispositions du *2006 Credit Rating Agency Reform Act*¹⁷.

Le 16 juin 2008, la SEC a proposé des règles supplémentaires visant à apporter une réponse aux questions sur les agences de notation suscitées par les turbulences des marchés, notamment des règles visant à interdire ou à gérer les conflits d'intérêts¹⁸. Les modifications proposées comprennent aussi l'obligation de rendre publique l'information qui est fournie à une NRSRO, et que celle-ci utilise pour établir la note d'un titre adossé à des actifs, selon une méthode qui assure une diffusion suffisamment large de l'information. Le comité examine s'il convient d'inclure une obligation semblable dans le cadre réglementaire des agences de notation.

Les méthodologies de notation employées par les agences de notation font l'objet d'une surveillance étroite depuis le début des turbulences des marchés. En réponse, les agences de notation ont pris des mesures pour les améliorer¹⁹. Aux États-Unis, il est interdit à la SEC de réglementer le fond des notations ou les procédures et méthodologies au moyen desquelles une NRSRO établit les notes²⁰.

En accord avec l'approche américaine, le comité estime que les autorités en valeurs mobilières ne devraient pas réglementer ou critiquer après coup les méthodologies et les hypothèses employées dans le processus de notation. Elles devraient plutôt veiller à ce que l'information sur ces méthodologies et hypothèses soit rendue publique, de manière à permettre au marché de juger de leur validité.

c) *Autres initiatives à l'échelon international*

L'Australian Securities and Investments Commission a annoncé qu'elle procéderait, conjointement avec l'Australian Treasury, à un vaste examen de la façon dont les agences de notation fonctionnent dans son pays dans le but de vérifier si le cadre de réglementation actuel pour les agences de notation doit être mis à jour. L'examen tiendra compte de la mesure dans laquelle les investisseurs se fient aux agences de notation et évaluera si le degré de diligence et de discussions démontré par les agences de notation justifie cette confiance. Il tiendra aussi compte de la façon dont les agences de notation traitent les conflits d'intérêts.

¹⁷ Voir le *SEC Release No. 34-55857*, « *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* ».

¹⁸ Voir le *SEC Release No. 34-57967*, « *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* ».

¹⁹ Par exemple, voir le communiqué intitulé « *S&P announces new actions to enhance independence, strengthen the ratings process, and increase transparency to better serve global markets* », publié par Standard & Poor's le 7 février 2008, le communiqué intitulé « *Moody's Proposes Enhancements to Non-Prime RMBS Securitization* » publié par Moody's Investors Services le 25 septembre 2007 et le communiqué intitulé « *DBRS Revises Rating Approach for Canadian Structured Finance* », publié le 27 mai 2008.

²⁰ Article 15E(c)(2) du *Securities Exchange Act of 1934*.

Le 19 mai 2008, le CERVM a publié son *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of CRAs in structured finance*. Il a proposé la constitution d'un organisme international de réglementation et de surveillance des agences de notation qui aurait pour mission :

- d'élaborer des normes internationales pour le secteur d'activité de la notation en harmonie avec les normes de l'OICV,
- d'effectuer le suivi du respect des normes de l'OICV par les agences de notation en usant de pleine transparence pour assurer le respect de ces normes.

Plus récemment, les ministres des Finances de l'Union européenne se sont entendus sur un cadre pour l'inscription des agences de notation. Ils chargeront le CERVM de l'inscription et du suivi ou créeront un nouvel organisme pour exercer ces fonctions. Des projets de loi devraient être publiés en octobre 2008.

d) *Le cadre réglementaire des agences de notation*

Après examen des points qui précèdent, le comité propose que les ACVM mettent en place le cadre réglementaire des agences de notation exposé ci-dessous.

Proposition des ACVM n° 1

1. ***Le comité propose d'établir un cadre réglementaire applicable aux « agences de notation agréées » prévoyant l'obligation de respecter le principe « se conformer ou expliquer » du code de conduite de l'OICV et conférant aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir d'exiger des modifications des pratiques et procédures des agences de notation.***

Le comité examinera également s'il convient d'exiger que soit rendue publique toute l'information fournie par un émetteur qui est utilisée par une agence de notation dans la notation d'un titre adossé à des actifs.

e) *Compétence*

Aucune des autorités représentées dans le comité (le Québec, l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique) n'a actuellement le pouvoir légal de mettre en vigueur le cadre réglementaire des agences de notation. Pour que ce cadre puisse être mis en place, il faut que chaque autorité en valeurs mobilières obtienne les modifications législatives voulues.

f) *Caractéristiques du cadre réglementaire des agences de notation*

Dans l'élaboration du cadre réglementaire, le comité a examiné les dispositions de fond qui devraient s'appliquer aux agences de notation au Canada. Toutes les agences de notation qui exercent actuellement leur activité au Canada sont assujetties à la réglementation par la SEC. Le comité est conscient du coût éventuel et de l'inefficacité d'un régime d'inscription particulier pour les ACVM. L'instauration d'un régime d'inscription canadien similaire au modèle américain n'offre guère d'avantages ou d'avantages supplémentaires.

Le cadre réglementaire obligerait les « agences de notation agréées » à respecter le principe « se conformer ou expliquer » du code de conduite de l'OICV. Cela donnerait aux ACVM le pouvoir voulu de réglementer certains aspects de l'activité d'une agence de notation si cela était souhaitable dans l'avenir. L'article 4.1 du code de conduite, qui énonce le principe « se conformer ou expliquer », est ainsi conçu :

[TRADUCTION]

4.1 L'agence de notation doit rendre public son code de conduite et expliquer comment les dispositions de celui-ci mettent en œuvre pleinement les Principes de l'OICV concernant l'activité des agences de notation et les Fondements du code de conduite des agences de crédit de l'OICV. Si le code de conduite de l'agence de notation s'écarte des dispositions de l'OICV, l'agence de notation doit expliquer sur quel point et pour quelles raisons ces écarts existent et de quelle manière ils permettent néanmoins d'atteindre les objectifs visés par les dispositions de l'OICV. L'agence de notation doit aussi décrire en termes généraux comment elle compte faire respecter son code de conduite et déclarer dans des délais raisonnables les modifications de son code de conduite ou de la façon dont elle s'y prend pour le mettre en œuvre et le faire respecter.

Le cadre réglementaire des agences de notation devrait comporter également les dispositions suivantes :

- une « agence de notation agréée » serait définie comme :
 - DBRS, Fitch, Moody's et Standard & Poor's;
 - une *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, ou toute autre agence de notation qui en fait la demande auprès de l'autorité en valeurs mobilières et est agréée par elle;
- les autorités en valeurs mobilières auraient le pouvoir de prononcer des ordonnances dans l'intérêt public pour imposer des modalités à l'exercice de l'activité d'une agence de notation agréée (notamment une ordonnance obligeant une agence de notation agréée à se conformer à toute disposition du code de conduite). Elles auraient aussi le pouvoir de prononcer des ordonnances révoquant ou modifiant la désignation d'une agence de notation comme agence de notation agréée;
- l'agence de notation agréée serait tenue de fournir aux autorités en valeurs mobilières, sur demande, des renseignements sur son activité d'agence de notation et sur le respect par elle du code de conduite, et tout autre renseignement, document ou dossier concernant son activité de notation;
- l'agence de notation agréée pourrait être obligée, si les autorités en valeurs mobilières le jugeaient nécessaire, de se soumettre à un examen de ses pratiques et procédures concernant son activité d'agence de notation et sur le respect par elle du code de conduite;
- l'agence de notation agréée pourrait être obligée d'apporter les modifications à ses pratiques et procédures concernant son activité d'agence de notation que lui ordonnent d'apporter les autorités en valeurs mobilières.

g) Information sur l'information fournie aux agences de notation

Ainsi qu'il a été indiqué précédemment, le comité examine s'il faut inclure dans le cadre réglementaire des agences de notation une obligation d'information semblable à celle que propose la SEC. Celle-ci propose que, comme condition préalable à la notation par une NRSRO d'un titre adossé à des actifs, l'information fournie à la NRSRO et utilisée par elle pour établir une note et en effectuer le suivi soit rendue publique selon une méthode qui assurerait une diffusion suffisamment large de l'information. Si elle était adoptée par les ACVM, l'obligation d'information s'appliquerait à toute notation d'un titre émis dans le cadre d'une opération portant sur des titres adossés à des actifs. Pour l'examen de cette obligation d'information, le comité a passé en revue les initiatives du marché ayant trait à l'information, énumérées ci-dessous sous le titre « Transparence des actifs sous-jacents en général ».

Pour une notation initiale, l'information voulue devrait être rendue publique lorsque les titres à noter sont émis. S'agissant du suivi d'une note, l'information voulue devrait être rendue publique le plus tôt possible après que l'information est fournie à l'agence de notation agréée.

Si l'obligation d'information pour les agences de notation était adoptée, il serait interdit à l'agence de notation agréée de fournir une note pour un titre adossé à des actifs à moins qu'elle ne juge raisonnablement que l'information voulue a été rendue publique. L'agence de notation agréée serait tenue de retirer la note si l'information rendue publique cessait d'être publique.

Si elle était adoptée dans le cadre réglementaire des agences de notation, le comité s'attend à ce que l'obligation d'information puisse :

- renforcer la transparence des actifs sous-jacents aux titres adossés à des actifs;
- fournir aux investisseurs un plus grand accès à l'information pour effectuer eux-mêmes un contrôle diligent et prendre des décisions de placement plus éclairées;
- fournir aux autres agences de notation l'information nécessaire à l'établissement d'une notation concurrentielle du même produit. Cela pourrait décourager la recherche de notes favorables et nourrir la confiance dans les notes;
- limiter le fardeau réglementaire imposé aux émetteurs et aux agences de notation en prévoyant une obligation qui soit généralement conforme à celle du projet de la SEC. Pour éviter le double emploi dans la réglementation, le cadre réglementaire des agences de notation comporterait une dispense de l'obligation d'information qui s'appliquerait si l'information respecte l'obligation d'information équivalente du projet de la SEC.

D'un autre côté, le comité a cerné un certain nombre de questions liées à l'imposition d'une obligation d'information dans le cadre réglementaire des agences de notation. Par exemple, l'obligation d'information :

- imposerait aux agences de notation plutôt qu'aux émetteurs le fardeau de veiller à ce que soit rendue publique l'information sur les titres adossés à des actifs;

- risquerait d'engendrer un important volume de données non standardisées, non consolidées qui seraient diffusées sur le marché mais que certains investisseurs seraient en mesure d'évaluer. Le format et la spécificité des données utilisées par les agences de notation pour noter les émetteurs peuvent ne pas correspondre à ce dont les investisseurs ont besoin pour évaluer un titre adossé à des actifs;
- pourrait créer divers problèmes de mise en application que les agences de notation devraient régler, par exemple les craintes concernant la diffusion dans le domaine public de renseignements personnels ou de renseignements commerciaux confidentiels.
- donnerait lieu à un traitement inégal entre les titres adossés à des actifs notés et d'autres titres notés (par exemple, les titres de créance de sociétés).

Le comité effectuera le suivi des modifications pouvant être apportées à l'obligation d'information du projet de la SEC à la suite de la consultation. Il en tiendra compte pour formuler sa recommandation finale.

h) Avantages du cadre réglementaire des agences de notation

Le comité fait ressortir les avantages suivants du cadre réglementaire :

- il fournit un mécanisme garantissant que chaque agence de notation agréée se conforme aux normes renforcées du code de conduite révisé de l'OICV;
- il fournit un mécanisme permettant aux ACVM d'examiner le respect du code de conduite par une agence de notation agréée et d'exiger des modifications s'il y a lieu;
- il constitue une solution de remplacement à la création d'un régime d'inscription complet pour les agences de notation (fondé sur le modèle américain), qui semble inutile étant donné le régime américain actuel et projeté des agences de notation;
- il évite le chevauchement dans la réglementation des agences de notation tout en assurant aux ACVM la capacité d'exiger des modifications de l'activité de notation des agences de notation agréées si cela est souhaitable dans l'avenir.

i) Consultation

Le comité invite les personnes intéressées à présenter des commentaires sur le cadre réglementaire des agences de notation. En particulier, il aimerait voir commentées les questions suivantes :

- Le cadre réglementaire des agences de notation constitue-t-il un régime réglementaire approprié? Va-t-il assez loin dans l'imposition de normes et obligations aux agences de notation? Si vous estimez qu'un régime plus complet d'inscription (semblable au modèle américain) est préférable, quelles sont les autres obligations ou conditions d'inscription qu'il faudrait imposer aux agences de notation?

- L'obligation de rendre publique toute l'information fournie par un émetteur et utilisée par une agence de notation pour établir une note et en faire le suivi est-elle une bonne façon de remédier au manque de transparence des titres adossés à des actifs? Les ACVM devraient-elles imposer une obligation d'information directement aux émetteurs de titres adossés à des actifs? L'obligation d'information devrait-elle s'appliquer sans égard au fait que les titres font l'objet d'une notation?
- L'obligation d'information du projet de la SEC s'applique à un titre ou à un instrument du marché monétaire émis par un portefeuille d'actifs ou dans le cadre d'une opération sur des titres adossés à des actifs ou à des créances hypothécaires si la notation du titre ou de l'instrument du marché monétaire a été payée par l'émetteur, le promoteur ou le placeur du titre ou de l'instrument du marché monétaire. La portée de l'obligation d'information proposée par la SEC est-elle appropriée? Inclut-elle des opérations qui ne devraient pas être soumises à l'obligation d'information? Omet-elle des opérations qui devraient l'être?
- Si l'obligation d'information des agences de notation est adoptée, les agences de notation agréées devraient-elles en être dispensées si l'information sur un titre donné a déjà été rendue publique conformément aux règles de la SEC?

2. Modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme

Au Canada, le placement de BTAA donne ordinairement lieu à une dispense des obligations d'inscription et de prospectus en vertu de la dispense pour les titres de créance à court terme prévue à l'article 2.35 de la Norme canadienne 45-106 :

2.35(1) L'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas dans le cadre d'une opération visée sur des billets à ordre ou sur des billets de trésorerie négociables dont l'échéance est prévue dans un an ou moins à compter de la date d'émission, pour autant qu'ils remplissent les conditions suivantes :

- a) ils ne permettent pas d'acquérir par voie de conversion ou d'échange d'autres titres que ceux visés par le présent article ou ne sont pas accompagnés d'un droit de souscrire ces autres titres;
 - b) ils font l'objet d'une note approuvée attribuée par une agence de notation agréée.
- (2) L'obligation de prospectus ne s'applique pas au placement de titres effectué conformément aux conditions prévues au paragraphe 1.

La dispense actuelle pour les titres de créance à court terme a été adoptée dans tout le Canada au moment de la mise en vigueur de la Norme canadienne 45-106 en septembre 2005. Jusqu'à cette date, les conditions de placement de titres de créance à court terme sous le régime d'une dispense au Canada variaient selon les territoires.

Avant l'entrée en vigueur de la Norme canadienne 45-106, dans plusieurs territoires, les placements de titres de créance à court terme étaient dispensés de l'obligation de prospectus dans le cas où une personne physique effectuait un achat d'un montant minimal de 50 000 \$. Le montant minimal ne s'appliquait pas si l'acheteur était une personne morale. Dans d'autres territoires, la dispense n'était pas ouverte si l'acheteur était une personne physique. L'octroi d'une dispense sur le fondement d'un montant minimal ne garantissait pas que les acheteurs étaient avertis ou qu'ils pouvaient supporter le risque de perte de leur placement.

Avant l'entrée en vigueur de la Norme canadienne 45-106, la dispense pour les titres de créance à court terme reposait généralement sur la justification que les investisseurs avertis sur ce marché pouvaient prendre des décisions de placement sans l'information donnée dans le prospectus et qu'ils pouvaient supporter le risque de perte de leur placement. L'article 2.35 de la Norme canadienne 45-106 correspond à une version harmonisée de la dispense pour les titres de créance à court terme qui a été adoptée par tous les membres des ACVM pour répondre aux appréhensions concernant la protection des investisseurs qu'avaient suscitées les dispenses antérieures.

L'adoption d'une note approuvée comme condition pour se prévaloir de la dispense pour les titres de créance à court terme signifiait que la dispense était fondée sur la nature du titre. La note approuvée était exigée pour assurer la qualité des titres placés sous le régime de la dispense. Sur ce fondement, les titres de créance à court terme pouvaient être placés auprès de n'importe quel acheteur.

Le comité estime qu'il n'existe pas de préoccupation de politique publique à l'égard des placements dispensés de titres de créance à court terme de sociétés traditionnels (comme les billets de trésorerie et les acceptations bancaires) qui bénéficient de la solvabilité d'un émetteur ayant une activité continue et des actifs substantiels²¹. Le comité est satisfait de la justification présentée pour ne pas exiger une information du niveau de celle qui est donnée dans le prospectus pour le placement de ces types de titres. Dans ces cas, le terme court du titre et la condition relative à la note approuvée restreignent la dispense aux placements de titres pour lesquels le prospectus n'est pas nécessaire.

Toutefois, la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme soulève des questions de politique publique lorsqu'on s'en prévaut pour le placement de titres plus complexes, comme les BTAA, auprès d'investisseurs de détail. Les émetteurs se prévalaient de la dispense pour les titres de créance à court terme pour placer des BTAA complexes auprès d'investisseurs qui n'étaient pas, par ailleurs, des acheteurs sur le marché dispensé (par exemple, en étant un investisseur qualifié).

Par suite des turbulences des marchés, il est devenu clair qu'on ne peut justifier une dispense de l'obligation de prospectus pour ces types de placement sur le fondement d'une note élevée. Selon le comité, le fait que des investisseurs de détail puissent acheter des produits complexes comme les BTAA sous le régime de la dispense pour les titres de créance à court terme est une question à examiner. Le comité estime qu'en raison de la nature complexe de ces titres, la dispense pour les titres de créance à court terme ne devrait pas être ouverte pour le placement de ces titres. Le comité propose d'exiger que les placements de BTAA et de titres de créance à court terme similaires sous le régime d'une dispense de prospectus ne puissent se faire que sous le régime

²¹ Au 30 juin 2008, environ 62 % du marché canadien des titres de créance à court terme de sociétés se composait de billets de trésorerie non adossés à des actifs et d'acceptations bancaires. Le marché des titres de créance à court terme des sociétés est réparti de la façon suivante :

	Millions de dollars d'encours	Pourcentage
BTAA	64 169 \$	38 %
Billets de trésorerie	44 610 \$	26 %
Acceptations bancaires	60 504 \$	36 %
Total	169 283 \$	100 %

Source : *Bulletin hebdomadaire de statistiques financières* de la Banque du Canada. À l'exclusion des BTAA visés par la restructuration en vertu de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies.

d'une autre dispense existante, comme la dispense pour les investisseurs qualifiés ou la dispense pour les achats d'au moins 150 000 \$.

a) *Restriction des placements sous le régime d'une dispense de prospectus de titres de créance à court terme adossés à des actifs*

Proposition des ACVM n° 2

2. Le comité propose de modifier la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de façon qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs.

Pour mettre en œuvre la proposition du comité, la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme serait modifiée de sorte à être assortie des conditions suivantes :

- elle ne serait ouverte que pour les placements de titres de créance à court terme qui ne sont pas des titres de créance à court terme adossés à des actifs;
- les titres de créance à court terme adossés à des actifs seraient définis comme des billets à ordre ou des billets de trésorerie négociables à échéance de moins d'un an à compter de la date d'émission qui sont adossés, garantis ou rémunérés par un portefeuille distinct de créances hypothécaires, de comptes clients ou d'autres actifs financiers ou droits destinés à assurer la rémunération des porteurs du titre ou la distribution du produit à ceux-ci dans les délais;
- les autres conditions de la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme continueraient de s'appliquer. Cela comprend l'exigence d'une note approuvée.

Si la dispense pour les titres de créance à court terme n'est pas ouverte pour le placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs, les émetteurs devraient se prévaloir d'une autre dispense pour placer de tels titres de créance sans prospectus.

Les dispenses de l'obligation de prospectus pour ce type de placement ne seraient plus fondées sur la nature du titre. Les titres de créance à court terme adossés à des actifs recevraient le même traitement que tout autre titre ne bénéficiant pas d'une dispense fondée sur sa nature.

Cela restreindrait les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs sous le régime d'une dispense de prospectus aux placements auprès d'acheteurs qui sont présumés capables de supporter le risque de perte financière découlant d'une opération sous le régime d'une dispense, comme les investisseurs qualifiés. Le comité propose donc qu'une note ne soit pas nécessaire pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs.

b) *Dispense pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs*

Le comité a envisagé de créer une dispense distincte d'inscription et de prospectus pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs. Il a aussi considéré si d'autres conditions devraient s'appliquer au placement sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs. Par exemple, il ne propose pas d'obligation d'information ou

l'exigence d'une note pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs.

Si, à la suite de la consultation, le comité conclut qu'il serait approprié d'imposer une obligation d'information, il préférerait créer une dispense distincte pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs.

c) *Dépôt de la déclaration et paiement des droits*

Les modifications de la dispense pour les titres de créance à court terme proposées par le comité posent la question de savoir si le dépôt de la déclaration en la forme prévue à l'Annexe 45-106A1 et le paiement des droits devraient s'appliquer aux placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs. Les obligations de dépôt de la déclaration et de paiements des droits ne s'appliquent pas à la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme. Toutefois, si la proposition du comité est mise en œuvre, il faudra désormais utiliser d'autres dispenses pour le placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs (comme la dispense pour placement auprès d'un investisseur qualifié et la dispense pour l'achat d'un montant d'au moins 150 000 \$). Ces dispenses obligent les émetteurs à déposer la déclaration en la forme prévue à l'Annexe 45-106A1 et à payer les droits appropriés. Le comité examine si les obligations de dépôt de la déclaration en la forme prévue à l'Annexe 45-106A1 et de paiements des droits devraient s'appliquer aux placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs et s'il devrait proposer des modifications de la partie 6 de la Norme canadienne 45-106 pour dispenser ces placements de ces obligations.

d) *Les seuils dans la définition de l'investisseur qualifié et la dispense pour l'achat d'un montant d'au moins 150 000 \$*

Proposition des ACVM n° 3

- 3. *Le comité propose une étude distincte pour examiner le caractère approprié i) des seuils de revenu et d'actifs financiers nets dans la définition de l'investisseur qualifié et ii) de la dispense pour l'achat d'un montant d'au moins 150 000 \$.***

La recommandation du comité à l'égard de la dispense pour les titres de créance à court terme permettrait encore aux investisseurs qualifiés d'acheter des titres de créance à court terme adossés à des actifs. Ainsi qu'il a été indiqué précédemment, les investisseurs qualifiés dans le régime canadien des valeurs mobilières sont présumés capables de prendre des décisions de placement sans l'information fournie dans un prospectus et de supporter le risque de perte de leur placement. En conséquence des turbulences des marchés, cette présomption a été remise en question à l'égard des personnes physiques qui sont investisseurs qualifiés parce qu'elles se situent au-dessus des seuils de revenu et d'actifs financiers nets de la définition de l'investisseur qualifié. Bien que les investisseurs ayant acheté des BTAA qui ont été gelés l'aient fait dans le cadre de la dispense pour les titres de créance à court terme, certains d'entre eux étaient investisseurs qualifiés.

Le comité s'inquiète de ce que les niveaux auxquels sont fixés actuellement les seuils de revenu et d'actifs financiers nets dans la définition de l'investisseur qualifié n'indiquent pas que ces

investisseurs aient la capacité de supporter le risque de perte d'un placement. Cela a amené le comité à se demander si les seuils actuels de revenu et d'actifs financiers nets pour être admissible comme investisseur qualifié pourraient ne plus être appropriés. La SEC est actuellement en voie de hausser les seuils dans sa définition de l'investisseur qualifié et le comité pense que les ACVM devraient aussi envisager cette modification.

De même, il n'est pas nécessaire d'établir un prospectus pour un placement auprès d'investisseurs qui achètent des titres pour un montant d'au moins 150 000 \$. Les turbulences des marchés ont aussi soulevé la question de savoir si la justification de cette dispense est toujours acceptable. Certains porteurs de BTAA qui ont été gelés n'étaient pas des investisseurs qualifiés, mais ont acheté au moins 150 000 \$ de BTAA. Ces acheteurs continueraient de pouvoir acheter des BTAA sous le régime d'une dispense même si l'on applique les modifications de la dispense pour les titres de créance à court terme que propose le comité.

Aussi le comité recommande-t-il que, dans le cadre d'une initiative distincte, les ACVM revoient les seuils actuels de revenu et d'actifs financiers nets dans la dispense pour les investisseurs qualifiés et celle pour les achats d'au moins 150 000 \$.

e) Examen approfondi du régime du marché dispensé

Dans le contexte des turbulences des marchés, des questions ont été soulevées au sujet des principes fondamentaux qui sous-tendent le régime du marché dispensé au Canada. Par exemple, ainsi qu'il a été indiqué ci-dessus, est-il toujours approprié de continuer à n'exiger aucune forme d'information pour les placements de titres complexes sur le marché dispensé?

Le comité est peu enclin à faire des propositions qui pourraient gêner le fonctionnement du marché dispensé, si ce n'est dans la mesure où il est convaincu que des changements sont nécessaires par suite des turbulences des marchés. Néanmoins, si les modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme visent à régler le problème particulier de la vente de titres de créance à court terme adossés à des actifs au Canada, la question demeure de savoir si les turbulences des marchés ont mis en lumière des déficiences du marché dispensé qui ont une portée plus large que le placement de ces titres mêmes.

Dans le cadre d'une étude séparée, les ACVM examineront si les principes fondamentaux de réglementation qui sous-tendent le régime du marché dispensé continuent d'être sains et se sont adaptés à l'évolution du marché. Cet examen portera sur la justification des dispenses actuelles d'inscription et de prospectus et sur l'opportunité de rendre l'information obligatoire sur le marché dispensé.

f) Restrictions à la revente

À l'heure actuelle, les titres placés sous le régime de la dispense pour les titres de créance à court terme ne sont assujettis à aucune restriction à la revente. Cela correspond à la nature historiquement liquide du marché des titres de créance à court terme. Le comité n'a pas de préoccupations de politique publique sur le fait que les titres de créance à court terme non adossés à des actifs restent librement négociables.

Toutefois, la proposition du comité sur le placement sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs signifie que des restrictions à la revente s'appliqueraient au placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs. La restriction applicable dépendrait de la dispense utilisée. Par exemple, les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs effectués sous le régime de la dispense pour les investisseurs qualifiés seraient assujettis aux restrictions prévues à l'article 2.5 de la *Norme canadienne 45-102 sur la revente de titres*. Sans restrictions, ces titres pourraient être revendus immédiatement sur le marché public, ce qui contreviendrait à la justification de politique publique pour les conditions de la dispense sous le régime de laquelle le placement a été fait à l'origine. Le comité accepte donc que les restrictions à la revente s'appliquent aux titres de créance à court terme adossés à des actifs.

g) *Obligation d'information pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs*

À propos des modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme exposées ci-dessus, le comité s'est demandé si une obligation d'information devrait constituer une condition pour les placements sous le régime d'une dispense de prospectus de titres de créance à court terme adossés à des actifs. Il a conclu qu'il n'y avait pas lieu d'imposer une telle obligation, mais nous sollicitons des commentaires sur la question.

L'obligation d'information comporterait les avantages suivants :

- une obligation de fournir l'information au moment de l'achat aiderait les investisseurs à effectuer le contrôle diligent approprié et à prendre des décisions de placement plus éclairées. On pourrait atteindre la même fin si le comité recommandait d'intégrer une obligation d'information dans le cadre réglementaire des agences de notation;
- les émetteurs se prévalent de dispenses de prospectus pour placer des titres de plus en plus complexes que les concepteurs des diverses dispenses à l'origine n'ont probablement jamais envisagés. Il conviendrait peut-être de remettre en question la position traditionnelle voulant que l'information ne doive pas être obligatoire sur le marché dispensé;
- des sanctions civiles peuvent être liées à l'information fournie par un émetteur à l'occasion d'un placement. Les investisseurs auraient ainsi des droits d'action si l'information contenait des informations fausses ou trompeuses.

Malgré les avantages potentiels d'une obligation d'information, le comité garde toujours à l'esprit la justification du marché dispensé. Le régime canadien des valeurs mobilières exige une information du genre de celle qu'on trouve dans le prospectus pour une opération sur un titre qui constitue un placement²². Toutefois, il existe un certain nombre de dispenses de l'obligation de prospectus dont les émetteurs peuvent se prévaloir pour placer des titres. Bon nombre de celles-ci sont exposées dans la Norme canadienne 45-106.

²² Voir, par exemple, le paragraphe 53(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario).

Les dispenses de prospectus sont fondées sur l'idée que le prospectus n'est pas nécessaire dans certaines circonstances. Dans certains cas, la nature du titre est le facteur déterminant; c'est le cas par exemple de la dispense pour les emprunts garantis à l'article 2.34 et de la dispense pour les titres de créance à court terme à l'article 2.35 de la Norme canadienne 45-106. Dans d'autres cas (par exemple, la dispense pour les investisseurs qualifiés à l'article 2.3 de la Norme canadienne 45-106), la justification est que l'acheteur est présumé capable de supporter le risque de perte du placement.

Selon le comité, si certains placements sont admissibles à une dispense de prospectus alors que, dans la perspective d'une politique fondamentale, ils ne devraient pas l'être, les ACVM devraient réagir en restreignant la dispense plutôt qu'en lui ajoutant une obligation d'information.

La justification de ne pas exiger de prospectus dans le cas de la dispense pour les titres de créance à court terme consiste en ce que le titre est considéré comme ayant une qualité de crédit suffisamment élevée du fait de son échéance courte et de sa note. En conséquence des turbulences des marchés, la justification de l'application de cette dispense aux titres adossés à des actifs a été remise en question. Dans le cas des BTAA, il se peut que les titres aient été placés auprès de certains acheteurs alors que ni la nature du titre ni la situation de l'acheteur ne justifiaient la dispense.

Ainsi qu'il a été exposé ci-dessus, le comité propose comme solution à cette question de modifier la dispense pour les titres de créance à court terme de manière que les titres de créance à court terme plus complexes comme les BTAA ne puissent être placés sous le régime d'une dispense qu'en invoquant une dispense différente. Le comité est convaincu que l'on peut justifier de ne pas exiger de prospectus pour le placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs sous le régime de ces autres dispenses. Par exemple, les investisseurs qualifiés sont présumés capables de prendre des décisions de placement sans l'information qui serait donnée dans un prospectus et de supporter le risque de perte de leur placement.

En outre, le comité a pris en compte les éléments suivants pour décider de ne pas proposer une obligation d'information comme condition pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs :

- la transparence des titres adossés à des actifs serait considérablement renforcée si une obligation d'information était adoptée comme élément du cadre réglementaire des agences de notation, de sorte que toute l'information utilisée par l'agence de notation pour la prise d'une décision de notation à l'égard d'un titre adossé à des actifs et pour son suivi soit rendue publique;
- les intermédiaires qui sont des personnes inscrites ont des obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance. Ils doivent comprendre les modalités d'un titre et ses risques et, pour recommander des titres adossés à des actifs, ils doivent être capables d'obtenir suffisamment d'information à leur sujet. S'ils ne peuvent obtenir cette information, ils ne devraient pas recommander à leurs clients d'acheter le titre. L'une des conséquences des turbulences des marchés a été d'amener les personnes inscrites à se préoccuper davantage de l'information dont elles ont besoin en vue de recommander les BTAA et les titres adossés à des actifs de type similaire;

- on ne sait pas encore comment les autres pays vont traiter la question de la transparence. Aux États-Unis, par exemple, il n'y a pas actuellement d'obligation d'information pour les placements sur le marché dispensé de titres adossés à des actifs (le règlement de la SEC sur les titres adossés à des actifs ne s'applique pas)²³. Toutefois, la SEC propose d'exiger que soit rendue publique toute l'information utilisée par une agence de notation pour établir une note et en effectuer le suivi;
- par principe, il serait illogique pour les ACVM d'exiger une information renforcée pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs sous le régime d'une dispense sans exiger la même chose pour d'autres produits complexes (par exemple, les contrats sur différence);
- habituellement, les émetteurs de BTAA sur le marché dispensé ne sont pas des émetteurs assujettis. Ils ne sont donc pas soumis à des obligations permanentes d'information continue. Si l'on exige une information renforcée pour les BTAA, les émetteurs du marché dispensé devraient devenir des émetteurs assujettis ou il faudrait leur imposer un régime d'information continue.

h) Transparence des actifs sous-jacents en général

Le comité a examiné les initiatives lancées par divers organismes pour améliorer la transparence des titres adossés à des actifs. En particulier, l'OICV examine actuellement le niveau et le caractère adéquat de l'information sur les produits de financement structuré sur le marché public et le marché dispensé. La transparence plus grande découlant de ces initiatives a été l'un des facteurs qui ont amené le comité à décider de ne pas proposer d'obligation d'information pour les placements sous le régime d'une dispense de prospectus de titres de créance à court terme adossés à des actifs.

Banque du Canada

Le 31 mars 2008, la Banque du Canada a publié ses critères pour l'acceptation des BTAA en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Elle les a mis à jour le 11 septembre 2008. Outre ses critères d'admissibilité généraux, les exigences de transparence de la Banque pour les émetteurs qui souhaitent nantir leurs BTAA dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque prévoient que ces émetteurs :

- fournissent à la Banque un document comprenant « la totalité de l'information pertinente sur les placements »,
- rendent le document accessible à tous les investisseurs,

²³ Aux États-Unis, les billets de trésorerie ayant une durée jusqu'à l'échéance de 270 jours ou moins sont ordinairement placés en vertu de l'article 3(a)(3) du *1933 Securities Act*. Les paramètres de cette dispense sont traités dans le *SEC Release no. 33-4412* et dans des lettres de non-intervention ultérieures de la SEC. Il faut également que les titres soient d'un type qui n'est pas ordinairement acheté par le grand public (critère auquel on satisfait ordinairement en émettant les titres en grosses coupures) et de première qualité (ce qui est établi par une note). De plus, le produit du placement doit servir aux « opérations courantes », notamment le financement des charges d'exploitation et le financement des actifs à court terme, comme les créances d'exploitation et les stocks.

- communiquent en temps opportun à l'ensemble des investisseurs tout changement important survenu dans l'information présentée²⁴.

DBRS

DBRS a elle aussi donné suite aux demandes en faveur d'une plus grande information. Le 7 mai 2008, elle a annoncé qu'elle lancerait une série de rapports mensuels en réponse à une demande des participants au marché en vue d'obtenir des mises à jour plus rapprochées et une plus grande transparence à l'égard des actifs compris dans une opération de titrisation.

Le premier de ces rapports donne une information générale au sujet de chaque conduit de BTAA noté par DBRS et une information particulière sur chaque conduit individuel sur une base opération par opération. Le rapport comprend des mesures de performance des conduits individuels, comme les taux d'impayés, de défaillance et de perte, et les niveaux de rehaussement de crédit déclarés par l'administrateur du conduit. Les autres éléments comprennent la catégorie d'actifs, le montant financé et la note attribuée à l'opération, ainsi que la branche d'activité et la note du cédant²⁵.

ICMA

Les associations du secteur comme l'International Capital Markets Association (ICMA), prennent des mesures pour améliorer la transparence. En juin 2008, l'ICMA a publié un code de conduite volontaire concernant l'information sur le marché des BTAA en Europe²⁶. L'une des règles du code de conduite de l'ICMA prévoit que les émetteurs distribuent aux investisseurs existants des rapports mensuels décrivant les actifs actuels, vérifiant la conformité aux critères ou aux exigences clés du programme et donnant l'information sur la taille totale des actifs, l'encours total de billets de trésorerie, la ventilation par type d'actif, le rehaussement de crédit et le soutien de liquidité global.

Initiatives comptables

Amélioration de l'information sur le hors bilan

Les promoteurs et les initiateurs de produits structurés ne consolident généralement pas les entités hors bilan dans le cadre des normes comptables actuelles. Ils fournissent donc une information limitée dans leurs documents d'information continue à l'égard de ces entités. Cela peut créer un manque de transparence pour les produits structurés. Le comité surveillera si cette lacune est comblée par les initiatives actuelles des normalisateurs comptables.

En conséquence des turbulences des marchés, les normalisateurs comptables et les autorités de contrôle bancaire envisagent des améliorations de l'information pour les émetteurs ayant des entités hors bilan. Ces initiatives obligerait à fournir au marché en général l'information sur les conduits de produits structurés, des actifs sous-jacents à ceux-ci et des risques pour les promoteurs de ces conduits.

²⁴ Voir l'avis intitulé « Liste des garanties admissibles dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada », publié le 31 mars 2008 et mis à jour le 11 septembre 2008, qu'on peut consulter à l'adresse http://www.bank-banque-canada.ca/fr/avis_fmd.

²⁵ Voir les « *Securitization Servicer Report, Monthly Canadian ABCP Report* », DBRS, publiés pour la première fois en mars 2008, qu'on peut consulter à l'adresse www.dbrs.com.

²⁶ On peut le consulter (en anglais seulement) à l'adresse <http://www.icma-group.org>.

Le 15 septembre 2008, le Financial Accounting Standards Board (FASB) des États-Unis a proposé d'apporter des modifications aux obligations d'information et d'ordre comptable pour les opérations hors bilan comportant des ententes de titrisation. La proposition introduirait un nouveau modèle comptable qui concentrerait l'analyse de la consolidation sur des indicateurs qualitatifs de contrôle et réduirait l'utilisation de calculs mathématiques. Les modifications proposées devraient modifier substantiellement les règles actuelles en exigeant que soient réintégrées dans le bilan des institutions promotrices de nombreuses entités qui, selon les principes comptables généralement reconnus des États-Unis, sont admissibles au traitement hors bilan. Les modifications permettraient une plus grande harmonisation avec les normes internationales que les indications actuelles. La plupart des sociétés seraient tenues d'appliquer les changements dans la déclaration des opérations hors bilan à compter du 1^{er} janvier 2010.

L'International Accounting Standards Board (IASB) procède également à une révision des normes sur la consolidation et devrait publier un exposé-sondage pour la fin de 2008.

À la différence des promoteurs de produits structurés ou des initiateurs des actifs sous-jacents, les conduits de produits structurés ne sont généralement pas des émetteurs assujettis. Ils ne sont donc pas soumis à des obligations d'information continue.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a indiqué qu'il publiera d'autres lignes directrices en 2009 pour renforcer les obligations d'information applicables aux institutions financières qui ont des expositions à des titrisations et des expositions hors bilan, y compris des engagements de liquidité fournis à des entités hors bilan. Les lignes directrices traiteront également l'information sur les méthodologies et les incertitudes ayant trait à la valorisation des titres illiquides. Le BSIF est membre du Comité de Bâle.

Le comité appuie les initiatives des normalisateurs internationaux en vue d'améliorer l'information fournie par les émetteurs assujettis sur les risques reliés aux entités hors bilan.

Mesure à la juste valeur

La comptabilisation à la juste valeur a fait l'objet de critiques sur le fondement que la juste valeur est difficile à établir, et qu'elle n'est donc pas fiable. En outre, les moins-values qui en ont résulté ont eu une incidence défavorable sur les cours, ce qui a donné lieu à d'autres moins-values. Ces moins-values ont notamment eu pour conséquence de forcer certains émetteurs à liquider des actifs pour répondre à des appels de marge plus élevés, ce qui perpétuait le cycle.

L'IASB et le FASB ont publié en mars 2008 un document de consultation intitulé « *Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*²⁷ ». Le document vise à déterminer comment simplifier et améliorer les normes d'information financière sur les instruments financiers. Il faut noter qu'il n'a pas été rédigé en réponse aux turbulences des marchés. Toutefois, il arrive à point nommé, parce qu'il peut avoir des répercussions pour les émetteurs assujettis qui ont une exposition à des instruments financiers sans marché liquide, comme les BTAA.

²⁷ On peut le consulter à l'adresse www.iasb.org.

Le 16 septembre 2008, le groupe d'experts-conseils de l'IASB a publié un projet de document intitulé *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*. Ce document établit des indications pour mesurer et communiquer la juste valeur.

Le comité continuera à suivre l'évolution des travaux et les autres initiatives concernant l'amélioration des pratiques de valorisation et de l'information fournie en vue d'arriver à une juste valorisation des instruments financiers.

i) Consultation

Le comité souhaite obtenir des commentaires sur les modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme. Il souhaiterait tout particulièrement voir commentées les questions suivantes :

- Les ACVM devraient-elles créer une dispense distincte pour les titres de créance à court terme adossés à des actifs? Dans l'affirmative, dans quel but? De quelles conditions devrait être assortie cette dispense? Faudrait-il inclure une note approuvée parmi les conditions du placement sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs?
- L'un des buts du comité est d'empêcher qu'on se prévale de la dispense pour les titres de créance à court terme en vue du placement de produits complexes comme les BTAA. La définition proposée de « titres de créance à court terme adossés à des actifs » est-elle appropriée pour définir la portée de la version modifiée de la dispense pour les titres de créance à court terme? Dans la négative, quelle définition serait préférable? La définition devrait-elle être conçue en fonction seulement des conduits multicédants de BTAA ou seulement des conduits qui contiennent une exposition actuelle ou potentielle à des actifs déjà titrisés?
- Le placement de titres de créance à court terme adossés à des actifs devrait-il être permis sous le régime de la dispense pour les investisseurs qualifiés ou de celle pour les achats d'au moins 150 000 \$ de la Norme canadienne 45-106?
- Les ACVM devraient-elles imposer une obligation d'information pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs? Dans l'affirmative, l'obligation d'information devrait-elle s'appliquer à tous ces placements (y compris aux placements auprès d'investisseurs institutionnels) ou seulement aux placements auprès de certains acheteurs, comme les investisseurs qualifiés qui sont admissibles à ce titre en raison de leur revenu ou de leurs actifs financiers nets ou les investisseurs qui font un achat d'au moins 150 000 \$?
- Si une obligation d'information est imposée pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs, en quoi devrait-elle consister? En quoi différerait-elle de l'obligation d'information à l'égard du prospectus? Quelle information faudrait-il exiger sur une base permanente?

- Si une obligation d'information est imposée pour les placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs, les ACVM devraient-elles exiger la même information pour les titres adossés à des actifs qui ne sont pas à court terme? Qu'en est-il des autres titres complexes vendus sous le régime d'une dispense?
- Les obligations de dépôt de la déclaration et de paiements des droits devraient-elles s'appliquer aux placements sous le régime d'une dispense de titres de créance à court terme adossés à des actifs?

3. L'utilisation des notes dans la législation en valeurs mobilières

La législation canadienne en valeurs mobilières comprend un certain nombre de mentions des notes. Certaines dispositions permettent un traitement différent sur la base de la note. Par exemple, les titres de créance à court terme ayant une note élevée peuvent être placés soit sous le régime d'une dispense des obligations d'inscription et de prospectus²⁸, ou au moyen d'un prospectus simplifié²⁹ et constituent des placements admissibles pour les OPC marché monétaire³⁰.

Certains observateurs ont fait valoir que les autorités de réglementation, en utilisant les notes dans la législation canadienne en valeurs mobilières, se sont trouvées à les cautionner. Certains ont également soutenu que cette utilisation confère de la valeur aux notes pour les émetteurs désireux d'obtenir un traitement allégé (p. ex., l'admissibilité au régime du prospectus simplifié) et contribue au pouvoir appréciable des agences de notation sur le marché.

La SEC est en train d'examiner les mentions des notes dans la législation américaine. Le 1^{er} juillet 2008, elle a publié trois communiqués qui proposent notamment d'éliminer un certain nombre de ces mentions des notes³¹. Le comité analyse si l'approche adoptée par la SEC pourrait lui être utile en vue de ses propositions de maintenir, de modifier ou d'éliminer des mentions des notes dans la législation canadienne en valeurs mobilières. Il suivra les modifications apportées aux propositions de la SEC à la suite de la consultation tenue par elle.

La Commission européenne a aussi annoncé qu'elle se questionne sur la possibilité de réduire l'utilisation des notes dans la législation européenne. Le comité suivra les propositions formulées par la Commission européenne à ce sujet.

Dans le régime actuel, les agences de notation ne sont pas assujetties à une surveillance officielle ou à un régime de sanctions civiles défini par la loi. Bien qu'il propose de remédier à cela par le moyen du cadre réglementaire des agences de notation, le comité estime qu'il est néanmoins judicieux de se demander maintenant s'il faut réduire l'utilisation des notes par les ACVM en raison des implications de l'utilisation des notes dans les textes de réglementation, indiquées ci-dessus.

²⁸ Voir l'article 2.35 de la *Norme canadienne 45-106*.

²⁹ Voir les articles 2.3, 2.4 et 2.6 de la *Norme canadienne 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*.

³⁰ Voir la définition de « OPC marché monétaire » à l'article 1.1 de la *Norme canadienne 81-102*.

³¹ Voir les *Release No.* 33-8940; 34-58071, *Release No.* IC-28327; IA-2751 et *Release No.* 34-58070.

Le comité examine comment les notes sont utilisées dans la réglementation canadienne des valeurs mobilières. À l'égard de chaque règle ou de chaque instruction générale qui fait mention des notes, le comité examine s'il faut maintenir, éliminer ou modifier la mention et ce qui pourrait remplacer les notes.

Proposition des ACVM n° 4

4. Le comité examine s'il faut réduire l'utilisation des notes dans la législation canadienne en valeurs mobilières.

À l'égard des textes suivants qui mentionnent les notes, le comité examine les solutions possibles pour remplacer l'utilisation des notes :

- à titre de critère d'admissibilité au régime du prospectus simplifié et du prospectus préalable dans la *Norme canadienne 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (la Norme canadienne 44-101) et la *Norme canadienne 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (la Norme canadienne 44-102), respectivement;
- à titre de condition de la dispense pour les emprunts garantis à l'article 2.34 de la Norme canadienne 45-106;
- dans la définition de « titre garanti désigné » à l'article 13.4 de la *Norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue* (la Norme canadienne 51-102);
- à titre de critère pour permettre la présentation de manière globale de l'information sur les instruments de créance à court terme dans l'inventaire du portefeuille du fonds d'investissement en vertu de l'article 3.5 de la *Norme canadienne 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (la Norme canadienne 81-106) (se reporter à la section « Placements des organismes de placement collectif dans des BTAA » ci-après).

S'agissant des autres utilisations des notes dans la législation canadienne en valeurs mobilières, le comité continuera d'examiner si l'on peut trouver une solution de remplacement satisfaisante à l'utilisation de la note.

a) Admissibilité au régime du prospectus simplifié et du prospectus préalable

Aux articles 2.3, 2.4 et 2.6 de la Norme canadienne 44-101, une note approuvée est l'un des critères d'admissibilité en vue du placement au moyen d'un prospectus simplifié des types suivants de titres :

- des titres de créance non convertibles,
- des titres de créance non convertibles garantis,
- des actions privilégiées non convertibles et des dérivés réglés en espèces non convertibles (si le garant n'a pas de titres de participation inscrits à la cote),

- des titres adossés à des actifs.

Les articles 2.3, 2.4 et 2.6 de la Norme canadienne 44-102 comprennent des critères d'admissibilité similaires pour le prospectus préalable.

Aux États-Unis, on trouve des critères similaires de note approuvée pour l'admissibilité à inscrire des titres au moyen de la Form S-3 ou de la Form F-3. Dans son communiqué du 1^{er} juillet 2008³², la SEC propose d'éliminer l'exigence d'une note et de lui substituer la condition que l'émetteur ait émis au comptant plus de 1 milliard de dollars US de titres non convertibles, sauf des actions ordinaires, dans le cadre de placements primaires inscrits au cours des trois années précédentes. La SEC estime que les émetteurs qui satisfont à cette condition seraient largement suivis sur le marché.

Avant les modifications entrées en vigueur le 30 décembre 2005, la Norme canadienne 44-101 comportait parmi les critères d'admissibilité au régime du prospectus simplifié un minimum de capitalisation. Les modifications de décembre 2005 ont éliminé les seuils de capitalisation comme critères d'admissibilité au régime du prospectus simplifié. À l'époque, la justification donnée par les ACVM pour ces modifications était de ne pas exclure des émetteurs de l'accès aux procédures allégées et efficaces du régime du prospectus simplifié sur le seul fondement de la taille.

Les modifications de décembre 2005 ont élargi considérablement le nombre d'émetteurs de titres de participation admissibles au régime du prospectus simplifié sans faire de même pour les émetteurs de titres de créance seulement. À l'heure actuelle, un émetteur est admissible à placer n'importe quel titre de créance, y compris des titres de créance non notés ou ayant une note inférieure à une note approuvée, s'il a des titres de participation inscrits à la cote d'une bourse admissible (ce qui comprend la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX ou le CNQ) et s'il satisfait aux autres critères d'admissibilité prévus à l'article 2.2 de la Norme canadienne 44-101.

Le comité examine s'il serait approprié d'élargir le nombre d'émetteurs de titres de créance seulement qui pourraient être admissibles au régime du prospectus simplifié en éliminant l'exigence d'une note aux articles 2.3, 2.4 et 2.6 de la Norme canadienne 44-101 sans introduire de critère de remplacement. Le comité examinera aussi s'il est approprié d'apporter des modifications équivalentes aux textes qui utilisent les notes comme critères d'admissibilité dans la Norme canadienne 44-102.

b) Dispenses pour les emprunts garantis

Le comité envisage d'éliminer la mention des notes dans la dispense pour les emprunts garantis à l'article 2.34 de la Norme canadienne 45-106. À l'heure actuelle, le placement de titres de créance d'un gouvernement étranger peut bénéficier d'une dispense de prospectus si les titres ont une note approuvée.

³² Voir le *Release No.* 33-8940; 34-58071.

Une solution de remplacement serait de limiter la dispense pour les titres de créance garantis aux titres de créance émis ou garantis par les gouvernements de pays dont le risque de défaillance de paiement est comparable à celui des gouvernements au Canada. Ces pays seraient énumérés dans une liste de territoires étrangers désignés semblable à la liste de la *Norme canadienne 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers*.

c) Soutien au crédit de remplacement

L'article 13.4 de la Norme canadienne 51-102 permet à un émetteur bénéficiant de soutien au crédit d'invoquer le dossier d'information continue de son garant pour satisfaire à ses obligations d'information continue. Il faut toutefois que l'émetteur bénéficiant de soutien au crédit remplisse certaines conditions, notamment ne pouvoir émettre que certains types de titres, dont des « titres garantis désignés ».

Pour qu'un titre soit considéré comme un titre garanti désigné, il faut que le garant fournisse soit un « soutien au crédit de remplacement », soit une garantie entière et sans condition des paiements que doit faire l'émetteur bénéficiant de soutien au crédit. Le soutien au crédit de remplacement, pour être admissible, doit avoir pour résultat que les titres reçoivent une note équivalente ou supérieure à celle qu'ils auraient obtenue si le paiement avait été garanti entièrement et sans condition par le garant, ou aurait ce résultat si les titres étaient notés.

La note est utilisée comme un fondement permettant aux émetteurs de conclure que le risque de crédit d'un titre à l'égard duquel un soutien au crédit de remplacement a été fourni est le même que le risque de crédit dans le cadre d'une garantie entière et sans condition.

Une solution de remplacement à l'utilisation de la note dans la définition de « titre garanti désigné » serait d'exiger que le risque de crédit relatif soit déterminé par l'émetteur. Autrement dit, pour être admissible, le soutien au crédit de remplacement devrait avoir pour résultat que les titres aient un risque de crédit identique ou inférieur au risque de crédit qu'ils auraient si le paiement avait été garanti entièrement et sans condition par le garant. Dans ce cas, les notes continueraient d'être utilisées pour éclairer cette analyse.

Toutefois, au lieu de donner à entendre que les émetteurs ne devraient s'appuyer que sur les notes, le comité s'attend à ce que les émetteurs apprécieraient le risque de crédit lié au soutien au crédit de remplacement par comparaison avec une garantie entière et sans condition et qu'ils prendraient une décision indépendante.

Le comité note que la définition de « soutien au crédit entier et sans condition » de la *Norme canadienne 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* comprend une idée similaire. Si des modifications sont apportées à la définition de « titre garanti désigné » dans la Norme canadienne 51-102, il faudrait apporter des modifications équivalentes à la Norme canadienne 41-101.

d) Consultation

Le comité sollicite des commentaires sur ses vues préliminaires concernant l'utilisation des notes dans les règles et les instructions générales canadiennes sur les valeurs mobilières. En particulier, il souhaite voir commentées les questions suivantes :

- Les ACVM devraient-elles réduire leur utilisation des notes dans les règles et les instructions générales canadiennes?
- Estimez-vous que l'une des solutions de remplacement aux utilisations de notes exposées ci-dessus serait préférable aux notes?

4. Le rôle des intermédiaires

Le personnel des ACVM a procédé à des inspections de conformité au sujet du rôle des intermédiaires qui sont des personnes inscrites dans la vente des BTAA aux investisseurs. Depuis août 2007, il a procédé à des inspections de conseillers en placement et de gestionnaires de portefeuille, appartenant à une banque et n'appartenant pas à une banque, pour mieux comprendre leurs méthodes de valorisation et leurs procédés de contrôle diligent lorsqu'ils recommandent l'achat de BTAA. Dans le cadre de ses inspections de conformité régulières, le personnel des ACVM pose également des questions sur l'exposition aux BTAA dans le portefeuille des clients.

Depuis août 2007 également, le personnel des ACVM a fait un sondage auprès des sociétés de gestion et des gestionnaires de portefeuilles de fonds d'investissement au sujet de l'exposition aux BTAA dans leurs OPC marché monétaire et dans les autres organismes de placement collectif pour comprendre l'ampleur de l'exposition aux BTAA bancaires et non bancaires, ainsi que leur valorisation.

En janvier 2008, l'OCRCVM a effectué un examen des programmes de BTAA non bancaires au Canada et a procédé à une inspection de conformité de tous les courtiers membres de l'OCRCVM qui produisaient et/ou distribuaient les produits à leurs clients. L'inspection de conformité est décrite de manière plus détaillée ci-dessous sous le titre « Obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance ».

Dans un dossier distinct d'application de la réglementation, l'OCRCVM fait enquête sur certains aspects du placement de BTAA par des personnes inscrites. L'enquête porte notamment sur les plaintes formulées par certains acheteurs de BTAA, et en particulier sur la question de savoir si une information fausse ou trompeuse a été fournie aux investisseurs à l'occasion de la vente de BTAA. L'OCRCVM ne fait pas de commentaires en public au sujet de ses enquêtes. Il traitera chaque cas pour évaluer si des mesures sont nécessaires sur le plan de la réglementation ou de l'application de la réglementation.

Selon les résultats de ces diverses initiatives, les ACVM travailleront avec l'OCRCVM pour trouver des solutions aux problèmes.

Proposition des ACVM n° 5

- 5. Le comité propose que les ACVM coordonnent avec l'OCRCVM les diverses initiatives de réglementation visant le rôle des intermédiaires qui sont des personnes inscrites à l'égard des titres adossés à des actifs comme les BTAA.***

Deux grandes questions se posent concernant le rôle des intermédiaires qui sont des personnes inscrites :

- les conseillers et les courtiers en placement se sont-ils acquittés de leur obligation de connaissance du client et de contrôle de la convenance à l'occasion de la vente de BTAA (notamment les informations ou les conseils donnés à l'occasion de la vente des BTAA)?
- les conflits d'intérêts auxquels font face les intermédiaires dans la vente des BTAA.

a) Obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance

Les ACVM travaillent en collaboration étroite avec l'OCRCVM en vue d'évaluer la nécessité de clarifier et/ou de renforcer les obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance des personnes inscrites et la façon dont elles sont mises en œuvre. Cette collaboration garantira que toute réponse dans la réglementation visant les personnes inscrites est coordonnée et appliquée de manière uniforme à toutes les personnes inscrites, qu'elles soient membres ou non d'un organisme d'autoréglementation (OAR).

L'examen de l'OCRCVM et son inspection de conformité traitent de la crise de liquidité découlant du gel de tous les BTAA non bancaires au Canada en août 2007 et de son effet sur les avoirs des clients de détail. L'inspection de conformité a couvert tous les courtiers membres de l'OCRCVM identifiés comme producteurs et/ou placeurs de BTAA non bancaires. Elle a inclus les obligations de connaissance du client et de contrôle de la convenance, le contrôle diligent des produits, les processus de gestion du risque, les documents de commercialisation et la formation des conseillers dans ces entreprises. Dans le cadre de cette inspection, on a rassemblé les politiques, les procédures et les autres documents pertinents et on a rencontré en entrevue les membres du personnel des courtiers membres intervenant dans toutes les phases de la production et du placement des BTAA non bancaires. L'OCRCVM présentera ses constatations et ses recommandations dans un rapport qu'il prévoit publier à l'automne 2008.

b) Conflits d'intérêts chez les intermédiaires

Proposition des ACVM n° 6

- 6. Le comité révisera les définitions des termes « émetteur relié » et « émetteur associé » du projet de Norme canadienne 31-103 de façon qu'elles englobent les émetteurs de BTAA et de produits similaires.***

Il peut survenir des conflits d'intérêt lorsque l'une ou plusieurs des personnes suivantes – le producteur, l'émetteur, le placeur ou le courtier vendant les titres – sont des personnes reliées.

Certains courtiers ou conseillers ont pu avoir des conflits d'intérêts potentiels en raison de leurs rôles dans la production et la vente de ces produits. Les conflits d'intérêts peuvent contrecarrer l'objectif fondamental de la législation en valeurs mobilières voulant que les investisseurs achètent des titres selon un processus objectif, non vicié par les conflits d'intérêts. Les personnes reliées intervenant comme courtier/conseiller recommandant les BTAA et comme initiateur/cédant dans la titrisation des actifs sous-jacents aux BTAA et de produits similaires peuvent créer des conflits d'intérêts potentiels qui influent sur la fixation du prix, les normes d'information et l'appréciation de la convenance.

Le projet de Norme canadienne 31-103 comprend des dispositions d'une grande portée sur les conflits d'intérêts (Partie 6, Conflits d'intérêts)³³ et impose aux personnes inscrites l'obligation de relever et de traiter tous les conflits d'intérêts. Il oblige également les sociétés inscrites à fournir une déclaration qui énumère tous les émetteurs reliés ou, dans le cadre d'un placement, des émetteurs associés et explique la nature de la relation avec chacun.

Toutefois, les dispositions du projet de Norme canadienne 31-103 reprennent les définitions des termes « émetteur relié » et « émetteur associé » de la *Norme canadienne 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*. Celles-ci sont fondées sur la détention par les entités pertinentes d'un pourcentage déterminé des droits de vote. À l'heure actuelle, la plupart des émetteurs de BTAA et de produits similaires ne sont pas constitués sous la forme de société par actions, de sorte que les dispositions sur les conflits d'intérêts de la Norme canadienne 31-103 peuvent ne pas s'appliquer à eux. Le comité est à réviser ces définitions de façon que le régime sur les conflits d'intérêts s'applique aux BTAA et aux produits structurés similaires.

5. Placements des organismes de placement collectif dans des BTAA

Les conséquences des turbulences des marchés ont posé un certain nombre de questions particulières aux organismes de placement collectif. Notre recherche nous a permis de constater que certains OPC marché monétaire de détail étaient exposés à des BTAA non bancaires qui ont été touchés par le gel en août 2007. Quelques-uns de ces OPC avaient près de 10 % de leur actif net dans un émetteur de BTAA non bancaires. Trois OPC d'actions de détail détenaient près du tiers de leur actif net dans des BTAA non bancaires comme couverture en espèces pour des positions sur dérivés des fonds.

Les sociétés de gestion reliées ou d'autres entités reliées ont racheté volontairement la totalité des BTAA gelés aux fonds à la valeur nominale plus les intérêts courus. De cette façon, on a fait en sorte que les investisseurs dans des organismes de placement collectif de détail ne subissent aucune perte sur ces placements.

Proposition des ACVM n° 7

7. Le comité propose d'examiner :

- i. si une restriction relative à la concentration dans la Norme canadienne 81-102 pour les OPC marché monétaire est appropriée***

³³ Le projet de Norme canadienne 31-103 a été publié pour consultation le 29 février 2008.

et, dans l'affirmative, si la restriction actuelle de 10 % est satisfaisante;

- ii. s'il faut restreindre davantage les types de placement (comme les titres de créance à court terme adossés à des actifs) que peut faire l'OPC marché monétaire;*
- iii. si des actifs comme les titres de créance à court terme adossés à des actifs sont acceptables comme actifs admissibles dans la définition de « couverture en espèces » et de « titre admissible »;*
- iv. si les placements dans des titres de créances à court terme, notamment des BTAA, comportant une note d'un niveau déterminé devraient être présentés de manière globale dans l'inventaire du portefeuille.*

a) OPC marché monétaire

Selon la Norme canadienne 81-102, un organisme de placement collectif doit satisfaire à certains critères pour s'appeler un OPC marché monétaire. La définition du terme « OPC marché monétaire » limite le type de placements que peut effectuer l'OPC, la durée de vie résiduelle de ces placements (qui doit être de 365 jours ou moins) et la durée de vie résiduelle moyenne pondérée de l'ensemble du portefeuille (qui ne doit pas excéder 90 jours). En outre, il est interdit aux organismes de placement collectif de détail (y compris aux OPC marché monétaire) de placer plus de 10 % de leur actif net dans les titres d'un même émetteur.

Les BTAA qui ont une « note approuvée » constituent un placement admissible pour les OPC marché monétaire. Un OPC marché monétaire pourrait donc placer jusqu'à concurrence de 100 % de son actif dans les BTAA de 10 émetteurs différents, si tous ces BTAA ont une « note approuvée ».

Dans son examen pour évaluer s'il fallait apporter des modifications au régime des OPC marché monétaire, le comité a noté qu'aux États-Unis, les fonds marché monétaire sont assujettis à une limite de concentration de 5 % pour leurs placements dans les titres d'un même émetteur³⁴. Étant donné les événements récents sur les marchés du crédit et la position généralement acceptée que les OPC marché monétaire constituent des placements à risque peu élevé, le comité propose de réexaminer les limites de concentration pour les organismes de placement collectif en vue d'évaluer si les limites actuelles constituent un moyen efficace pour assurer une diversification adéquate des OPC marché monétaire, maintenir le niveau de risque peu élevé approprié et les maintenir dans une position où ils sont en mesure de répondre aux demandes de rachat.

³⁴ La limite de concentration de 5 % pour les fonds marché monétaire aux États-Unis n'est pas abordée dans les propositions récemment publiées par la SEC (voir le *Release No. IC-28327*). L'objectif principal des propositions de la SEC touchant les fonds marché monétaire aux États-Unis est d'éliminer un certain nombre de mentions des notes, notamment l'utilisation des notes comme élément des facteurs déterminant l'admissibilité de placements des fonds marché monétaire. Le critère des notes pour l'admissibilité a été remplacé par celui d'un « risque de crédit minimal ». Le conseil d'administration du fonds marché monétaire serait chargé de déterminer l'admissibilité.

Le comité propose aussi de réexaminer si nos règles devraient comporter d'autres restrictions empêchant les OPC marché monétaire d'effectuer des placements dans d'autres types d'actif, notamment des BTAA.

b) *Couverture en espèces et placement des espèces reçues en garantie*

Les OPC de détail sont obligés de détenir une couverture en espèces à l'égard de positions sur dérivés³⁵. Ils peuvent réinvestir les fonds reçus dans le cadre d'une opération de prêt de titres ou d'une opération de mise en pension dans une liste de titres admissibles³⁶. Les BTAA ayant une note approuvée sont un actif admissible à la fois pour la couverture en espèces ou pour le placement du produit dans les opérations de prêt de titres ou de mise en pension. Le comité propose de reconsidérer les types d'actifs admissibles pour la couverture en espèces ou comme titres admissibles, notamment les BTAA.

c) *Inventaire du portefeuille*

La Norme canadienne 81-106 permet aux fonds d'investissement de présenter de façon globale dans l'inventaire du portefeuille les titres de créance à court terme émis par des banques et des sociétés de fiducie et les titres de créance à court terme qui ont obtenu une note correspondant à l'une des deux notes les plus élevées d'un agence de notation agréée³⁷. Cette disposition permet aux fonds d'investissement de présenter de façon globale leurs avoirs en BTAA dans la mesure où le titre possède la note voulue.

Le comité examinera s'il est approprié de retirer l'option laissée aux fonds d'investissement de présenter de façon globale l'information sur les titres à court terme dans l'inventaire du portefeuille.

d) *Consultation*

Le comité souhaite recevoir des commentaires sur ces propositions. Plus particulièrement, il souhaite voir commentées les questions suivantes :

- L'un des buts du comité est de réduire l'utilisation des notes dans la législation en valeurs mobilières, dans les cas appropriés. La proposition de la SEC de remplacer le critère de la note pour les fonds marché monétaire par celui d'un « risque de crédit minimal » (selon le jugement porté par le conseil d'administration du fonds) pour l'admissibilité des placements est-elle une meilleure approche que l'utilisation de notes³⁸? Dans l'affirmative, étant donné que la plupart des organismes de placement collectif au Canada n'ont pas de conseil d'administration, qui devrait exercer cette fonction? Le critère du « risque de crédit minimal » rendrait-il plus difficile la gestion d'un OPC marché monétaire ou créerait-il une incertitude plus grande et des risques non voulus?

³⁵ Voir la définition de « couverture en espèces » à l'article 1.1 et à l'article 2.8 de la Norme canadienne 81-102.

³⁶ Voir la définition de « titre admissible » à l'article 1.1 de la Norme canadienne 81-102 et l'emploi du terme à l'alinéa b) du sous-paragraphe 6 du paragraphe 1), à l'alinéa a) du paragraphe 2) de l'article 2.12 et à l'alinéa a) du paragraphe 2) de l'article 2.13 de cette Règle.

³⁷ Paragraphe 4 de l'article 3.5 de la Norme canadienne 81-106.

³⁸ Voir le *Release No. IC-28327; IA 2751* de la SEC.

- Étant donné l'incidence des BTAA sur les OPC, d'autres modifications de la réglementation sont-elles nécessaires? Des lignes directrices seraient-elles plus efficaces pour aider les sociétés de gestion et les gestionnaires de portefeuille d'OPC à comprendre les facteurs qu'ils doivent prendre en compte en déterminant la répartition des placements appropriés pour les OPC marché monétaire?

Facteurs que les ACVM vont continuer à suivre

Le comité présente des propositions dans des domaines qui touchent directement le régime de réglementation des valeurs mobilières. Il propose que les ACVM ne traitent pas directement pour l'instant les facteurs suivants qui ont contribué aux turbulences des marchés. Il continuera plutôt de suivre ces facteurs et d'évaluer si les ACVM devraient intervenir, en fonction du marché et d'autres réponses sur le plan de la réglementation.

- (i) **Le découplage du risque dans le modèle bancaire *originate-to-distribute*.** Le modèle *originate-to-distribute* est lié à des questions de structure touchant les secteurs bancaire et financier. Les autorités de contrôle bancaires sont les mieux placées pour traiter ces questions, s'il y a lieu, car elles peuvent imposer des règles de fond sur le processus d'octroi des crédits hypothécaires. En vue d'améliorer ce modèle, il a notamment été proposé d'exiger que l'initiateur d'un produit structuré conserve quelque participation dans un placement (c'est-à-dire conserve une certaine exposition). Cette question a été moins importante sur le marché canadien, parce qu'en règle générale, les crédits hypothécaires à risque n'ont pas été octroyés au Canada.
- (ii) **Utilisation de méthodologies potentiellement défectueuses des agences de notation pour les produits structurés.** Chacune des grandes agences de notation a annoncé des initiatives en vue d'améliorer ses méthodologies de notation. Le comité estime que les autorités en valeurs mobilières ne devraient pas réglementer directement les méthodologies et les hypothèses des agences de notation. Le cadre agences de notation proposé reflète cette approche. Ainsi qu'il a été exposé ci-dessus, il est interdit à la SEC de réglementer directement les méthodologies de notation.
- (iii) **Processus de gestion du risque déficient des banques.** Les autorités de contrôle bancaire et d'autres organisations comme le FSF examinent les réponses à des défaillances de la gestion du risque constatées chez certaines institutions par suite des turbulences des marchés. L'OCRCVM examine aussi les pratiques de gestion du risque dans le cadre de son examen du rôle des intermédiaires qui sont des personnes inscrites.
- (iv) **Trop grande confiance des investisseurs et des intermédiaires dans les notes.** Le code de conduite exige que les agences de notation fournissent une meilleure information sur la signification d'une note et celles-ci prennent des mesures pour améliorer l'information. En outre, par suite des turbulences des marchés, les investisseurs devraient maintenant mieux comprendre la signification d'une note et la diligence dont ils doivent faire preuve dans l'achat de BTAA. Les ACVM traitent indirectement cette question par la voie de leur proposition d'un cadre réglementaire des agences de notation qui exigera le respect du principe « se conformer ou expliquer » du code de conduite de l'OICV. En outre, le comité s'attend à ce que, si

une obligation d'information est adoptée comme élément du cadre réglementaire des agences de notation, cette obligation devrait fournir aux investisseurs une information pouvant les aider à effectuer eux-mêmes un contrôle diligent.

- (v) **Questions comptables connexes.** Ainsi qu'il a été exposé ci-dessus, le FASB a proposé des modifications de l'information sur les éléments hors bilan. L'IASB devrait publier un exposé-sondage sur ses normes de consolidation pour la fin de 2008. Les normalisateurs comptables vont aussi déterminer s'il faut des lignes directrices supplémentaires sur la comptabilisation à la juste valeur.
- (vi) **Instruments dérivés.** La Federal Reserve Bank of New York et d'autres autorités de surveillance internationales sont à étudier comment améliorer l'infrastructure des marchés de dérivés de gré à gré. Le FSF a aussi formulé des recommandations dans ce domaine. Les principaux objectifs de ces initiatives comprennent la standardisation et l'automatisation du traitement des opérations et le développement d'une contrepartie centrale pour les swaps sur défaillance de crédit comportant une surveillance rigoureuse de la gestion du risque.

* * * * *

Consultation

Les ACVM publient le présent document de consultation en donnant aux intéressés un délai de 75 jours pour la présentation de leurs commentaires. Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 20 décembre 2008 en mentionnant qu'ils ont trait au « Document de consultation des ACVM 11-405 ». Si vous envoyez vos commentaires par courriel, veuillez inscrire cette référence en objet de votre message. Si vous les envoyez autrement que par courriel, veuillez également les fournir sur disquette (format Word sous Windows).

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

Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

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

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

John Stevenson
 Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courrier électronique : jstevenson@osc.gov.on.ca

Tous les commentaires seront publiés sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et sur les sites Internet des autres membres des ACVM. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

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

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

Mathieu Simard
 Analyste
 Service des fonds d'investissement
 Surintendance aux marchés des valeurs
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4475
mathieu.simard@lautorite.qc.ca

Erez Blumberger
 Manager, Corporate Finance
 Commission des valeurs mobilières de
 l'Ontario
 416-593-3662
eblumberger@osc.gov.on.ca

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

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

Paul Redman
 Acting Manager, Economic Analysis, Strategy
 & Project Planning
 Commission des valeurs mobilières de
 l'Ontario
 416-593-2396
predman@osc.gov.on.ca

Pat Chaukos
Assistant Manager, Compliance & Registrant
Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-2373
pchaukos@osc.gov.on.ca

Maxime Paré
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-3650
mpare@osc.gov.on.ca

Tom Graham
Director, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-297-5355
tom.graham@seccom.ab.ca

Daniel Richard
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-297-4890
daniel.richard@seccom.ab.ca

Ami Iaria
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6867
aiaria@bcsc.bc.ca

Darren McKall
Assistant Manager, Investment Funds
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-8118
dmckall@osc.gov.on.ca

Charles Piroli
Legal Counsel, Compliance & Registrant
Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-8243
cpiroli@osc.gov.on.ca

Barb Thompson
Securities Analyst, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-3892
barb.thompson@seccom.ab.ca

Christina Wolf
Economist
British Columbia Securities Commission
604-899-6860
cwolf@bcsc.bc.ca

Le 6 octobre 2008