

# 6.2

## Réglementation et instructions générales

---

---

## 6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

### 6.2.1 Consultation

#### **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 11-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le texte suivant :

- 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.

#### **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<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire de l'Autorité  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C. P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : (514) 864-6381  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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](mailto: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.

#### Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

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](mailto: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](mailto:mathieu.simard@lautorite.qc.ca)

**Le 6 octobre 2008**

**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 11-405  
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  |
| <b>La crise des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis</b>   | 5  |
| <b>La propagation des turbulences des marchés du crédit au Canada</b>   | 5  |
| <b>L'incidence sur le marché des BTAA</b>   | 6  |
| <b>L'incidence mondiale des turbulences des marchés du crédit</b>   | 8  |
| a) L'incidence sur les institutions financières   | 8  |
| b) L'incidence sur les marchés financiers   | 8  |
| <b>Les causes principales des turbulences des marchés du crédit</b>   | 9  |
| <b>Le point sur les examens de l'information continue</b>   | 12 |
| <i>Deuxième partie – Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières</i>   | 13 |
| <b>1. Les règles applicables aux agences de notation</b>  | 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 |
| <b>2. Modifications proposées de la dispense pour les titres de créance à court terme</b>   | 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 |
| <b>3. L'utilisation des notes dans la législation en valeurs mobilières</b>   | 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   | 36 |
| <b>4. Le rôle des intermédiaires</b>  | 37 |
| Proposition des ACVM n° 5   | 37 |

|  |           |
|--|-----------|
| 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        |
| <b>5. Placements des organismes de placement collectif dans des BTAA _____</b> | <b>39</b> |
| Proposition des ACVM n° 7 _____  | 39        |
| a) OPC marché monétaire _____  | 40        |
| b) Couverture en espèces et placement des espèces reçues en garantie _____     | 40        |
| c) Inventaire du portefeuille _____  | 41        |
| d) Consultation _____  | 41        |
| <b>Facteurs que les ACVM vont continuer à suivre _____</b>                     | <b>42</b> |
| <i>Consultation</i> _____  | <b>43</b> |

## 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 »<sup>1</sup>) 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*.

---

<sup>1</sup> 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 propose<sup>2</sup> :

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;

---

<sup>2</sup> 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 *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription* (le Règlement 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 le *Règlement 81-102 sur les organismes de placements collectifs* (Règlement 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 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 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 banques<sup>3</sup>. 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.

---

<sup>3</sup> 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.

Finalement, 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 dépréciations<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> 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 débâcle<sup>5</sup>. 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

---

<sup>5</sup> Par exemple, en mars 2008, The Bear Stearn 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 recommandations<sup>6</sup>.

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.

---

<sup>6</sup> *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](http://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 US<sup>7</sup>. Ce chiffre est nettement plus élevé que l'encours des emprunts sous-jacents aux swaps sur défaillance de crédit.

---

<sup>7</sup> 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'OICV<sup>8</sup>;
  - la SEC<sup>9</sup>;
  - le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)<sup>10</sup>;
  - le Forum de la stabilité financière (le FSF)<sup>11</sup>;
  - le groupe de travail du Président des États-Unis sur les marchés financiers<sup>12</sup>.
4. Le comité devrait examiner si le marché a répondu adéquatement à une question particulière et si cette réponse est susceptible de se maintenir.

---

<sup>8</sup> 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](http://www.iosco.org)

<sup>9</sup> 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](http://www.sec.gov).

<sup>10</sup> 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](http://www.cesr-eu.org).

<sup>11</sup> 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](http://www.fsforum.org).

<sup>12</sup> Voir le *Policy Statement on Financial Market Development*, mars 2008, qu'on peut consulter à l'adresse [www.ustreas.gov](http://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 règlements 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 risque<sup>13</sup>. 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 notation<sup>14</sup> 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)),

<sup>13</sup> 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.

<sup>14</sup> 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 publique<sup>15</sup>.

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 internationaux<sup>16</sup>.

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

---

<sup>15</sup> Article 2.8(c) du code de conduite.

<sup>16</sup> 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](http://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 règlements qui ont mis en vigueur les dispositions du *2006 Credit Rating Agency Reform Act*<sup>17</sup>.

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'intérêts<sup>18</sup>. 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 améliorer<sup>19</sup>. 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 notes<sup>20</sup>.

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.

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

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

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> 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 du Règlement 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 du Règlement 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 du Règlement 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 du Règlement 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 du Règlement 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 substantiels<sup>21</sup>. 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

<sup>21</sup> 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 du Règlement 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 du *Règlement 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 exposés 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 placement<sup>22</sup>. 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 le Règlement 45-106.

---

<sup>22</sup> 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 du Règlement 45-106. Dans d'autres cas (par exemple, la dispense pour les investisseurs qualifiés à l'article 2.3 du Règlement 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)<sup>23</sup>. 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,

---

<sup>23</sup> 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 présentée<sup>24</sup>.

### 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 cédant<sup>25</sup>.

### 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 Europe<sup>26</sup>. 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 obligeront 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.

<sup>24</sup> 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](http://www.bank-banque-canada.ca/fr/avis_fmd).

<sup>25</sup> 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](http://www.dbrs.com).

<sup>26</sup> 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<sup>er</sup> 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*<sup>27</sup> ». 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.

---

<sup>27</sup> On peut le consulter à l'adresse [www.iasb.org](http://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 \$ du Règlement 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 prospectus<sup>28</sup>, ou au moyen d'un prospectus simplifié<sup>29</sup> et constituent des placements admissibles pour les OPC marché monétaire<sup>30</sup>.

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<sup>er</sup> juillet 2008, elle a publié trois communiqués qui proposent notamment d'éliminer un certain nombre de ces mentions des notes<sup>31</sup>. 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.

<sup>28</sup> Voir l'article 2.35 du *Règlement 45-106*.

<sup>29</sup> Voir les articles 2.3, 2.4 et 2.6 du *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*.

<sup>30</sup> Voir la définition de « OPC marché monétaire » à l'article 1.1 du *Règlement 81-102*.

<sup>31</sup> 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 règlement 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 le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (le Règlement 44-101) et le *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (le Règlement 44-102), respectivement;
- à titre de condition de la dispense pour les emprunts garantis à l'article 2.34 du Règlement 45-106;
- dans la définition de « titre garanti désigné » à l'article 13.4 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le Règlement 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 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (le Règlement 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 du Règlement 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 du Règlement 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<sup>er</sup> juillet 2008<sup>32</sup>, 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, le Règlement 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 du Règlement 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 du Règlement 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 le Règlement 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 du Règlement 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.

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 du *Règlement 71-102 sur les*

---

<sup>32</sup> Voir le *Release No.* 33-8940; 34-58071.



*dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers.*

**c) Soutien au crédit de remplacement**

L'article 13.4 du Règlement 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 » du *Règlement 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 le Règlement 51-102, il faudrait apporter des modifications équivalentes au Règlement 41-101.

**d) Consultation**

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

- Les ACVM devraient-elles réduire leur utilisation des notes dans les règlements et les instructions générales canadiens?



- 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 fautive 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 Règlement 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 Règlement 31-103 comprend des dispositions d'une grande portée sur les conflits d'intérêts (Partie 6, Conflits d'intérêts)<sup>33</sup> 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 Règlement 31-103 reprennent les définitions des termes « émetteur relié » et « émetteur associé » du *Règlement 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 du Règlement 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 le Règlement 81-102 pour les OPC marché monétaire est appropriée 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 »;***

<sup>33</sup> Le projet de Règlement 31-103 a été publié pour consultation le 29 février 2008.

*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 le Règlement 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 émetteur<sup>34</sup>. 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.

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 dérivés<sup>35</sup>. Ils peuvent réinvestir les fonds reçus dans le cadre d'une opération de prêt de titres ou

---

<sup>34</sup> 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.

<sup>35</sup> Voir la définition de « couverture en espèces » à l'article 1.1 et à l'article 2.8 du Règlement 81-102.

d'une opération de mise en pension dans une liste de titres admissibles<sup>36</sup>. 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**

Le Règlement 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 agréée<sup>37</sup>. 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 notes<sup>38</sup>? 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?
- 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?

---

<sup>36</sup> Voir la définition de « titre admissible » à l'article 1.1 du Règlement 81-102 et l'emploi du terme à la disposition b) du sous-paragraphe 6 du paragraphe 1), à la disposition a) du paragraphe 2) de l'article 2.12 et à la disposition a) du paragraphe 2) de l'article 2.13 de ce Règlement.

<sup>37</sup> Paragraphe 4 de l'article 3.5 du Règlement 81-106.

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

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

Le 6 octobre 2008

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

## Securities Regulatory Proposals Stemming from the 2007-08 Credit Market Turmoil and its Effect on the ABCP Market in Canada - Consultation Paper 11-405 of The Canadian Securities Administrators

The *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") is publishing the following text:

- Securities Regulatory Proposals Stemming from the 2007-08 Credit Market Turmoil and its Effect on the ABCP Market in Canada - Consultation Paper 11-405 of The Canadian Securities Administrators.

### Request for comment

The CSA is publishing this consultation paper for a 75-day comment period. Please send your comments in writing on or before **December 20, 2008**. All submissions should refer to "CSA Consultation Paper 11-405". This reference should be included in the subject line if the submission is sent by e-mail. If you are not sending your comments by e-mail, you should also send us a diskette containing the submissions in Word in Windows format.

Please address your submission to the following securities regulators:

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Ontario Securities Commission  
 Autorité des marchés financiers

Please send your comments **only** to the addresses below. Your comments will be forwarded to the other CSA member jurisdictions.

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

John Stevenson, Secretary  
 Ontario Securities Commission  
 20 Queen Street West  
 Suite 1900, Box 55  
 Toronto, Ontario  
 M5H 3S8  
 Fax: (416) 593-2318  
 e-mail: [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

All comments will be posted on the OSC website at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca) and the websites of the other CSA jurisdictions. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

## Further information

Further information is available from:

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](mailto: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](mailto:mathieu.simard@lautorite.qc.ca)

**October 6, 2008**

**Securities Regulatory Proposals  
Stemming from  
the 2007-08 Credit Market Turmoil  
and its Effect on  
the ABCP Market in Canada**

**Consultation Paper 11-405 of  
The Canadian Securities Administrators**

**October 2008**

## Table of contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introduction</b>  | <b>3</b>  |
| <b>Summary of proposals</b>  | <b>4</b>  |
| <b>Part one – Background</b>   | <b>5</b>  |
| <b>U.S. subprime mortgage crisis</b>                                 | <b>5</b>  |
| <b>Spread of the Credit Turmoil to Canada</b>                        | <b>5</b>  |
| <b>Impact on the ABCP market</b>                                     | <b>5</b>  |
| <b>Global impact of the Credit Turmoil</b>                           | <b>7</b>  |
| (a) Impact on financial institutions                                 | 7         |
| (b) Impact on capital markets  | 7         |
| <b>Main causes of the Credit Turmoil</b>                             | <b>8</b>  |
| <b>Update on continuous disclosure reviews</b>                       | <b>11</b> |
| <b>Part two - Securities regulatory proposals</b>                    | <b>12</b> |
| <b>1. The Rules applicable to CRAs</b>                               | <b>13</b> |
| (a) IOSCO Code of Conduct  | 13        |
| (b) SEC registration regime  | 14        |
| (c) Other international developments                                 | 15        |
| (d) The CRA Framework  | 16        |
| CSA Proposal #1  | 16        |
| (e) Jurisdiction   | 16        |
| (f) Features of the CRA Framework                                    | 16        |
| (g) Disclosure of information provided to CRAs                       | 17        |
| (h) Benefits of the CRA Framework                                    | 18        |
| (i) Request for comment  | 19        |
| <b>2. Proposed amendments to the short-term debt exemption</b>       | <b>19</b> |
| (a) Restricting exempt distributions of asset-backed short-term debt | 21        |
| CSA Proposal #2  | 21        |
| (b) Exemption for asset-backed short-term debt                       | 22        |
| (c) Form filing and fee requirements                                 | 22        |
| (d) Accredited investor thresholds and \$150,000 exemption           | 22        |
| CSA Proposal #3  | 22        |
| (e) Broad review of the exempt market regime                         | 23        |
| (f) Resale requirements  | 23        |
| (g) Disclosure for asset-backed short-term debt                      | 24        |
| (h) Transparency of underlying assets generally                      | 26        |
| (i) Request for comment  | 28        |
| <b>3. The use of credit ratings in securities legislation</b>        | <b>29</b> |
| CSA Proposal #4  | 30        |
| (a) Short-form and shelf prospectus eligibility                      | 30        |
| (b) Guaranteed debt exemption  | 31        |
| (c) Alternative credit support                                       | 31        |
| (d) Request for comment  | 32        |
| <b>4. The role of intermediaries</b>                                 | <b>33</b> |
| CSA Proposal #5  | 33        |

|  |           |
|--|-----------|
| (a) Know-your-client and suitability obligations     | 33        |
| (b) Conflicts of interest for intermediaries         | 34        |
| CSA Proposal #6                                      | 34        |
| <b>5. Investments by mutual funds in ABCP</b>        | <b>35</b> |
| CSA Proposal #7                                      | 35        |
| (a) Money market funds                               | 35        |
| (b) Cash cover and investment of cash collateral     | 36        |
| (c) Statement of investment portfolio                | 36        |
| (d) Request for comment                              | 36        |
| <b>Factors that the CSA will continue to monitor</b> | <b>37</b> |
| <b>Request for comments</b>                          | <b>38</b> |

## Introduction

In August 2007, turmoil in international credit markets (referred to in this paper as the Credit Turmoil or the Credit Market Turmoil)<sup>1</sup> led to a seizure of the non-bank sponsored portion of the asset-backed commercial paper (ABCP) market in Canada.

In response, the Canadian Securities Administrators (CSA) took a number of immediate actions, including:

- conducting continuous disclosure reviews of reporting issuers that held material amounts of non-bank sponsored ABCP
- participating in various international initiatives, including the International Organization of Securities Commissions' (IOSCO) task forces on credit rating agencies and the subprime crisis
- conducting compliance reviews of certain portfolio managers and surveys of certain investment fund managers regarding investments in ABCP, and
- monitoring developments on the reorganization of the frozen non-bank sponsored ABCP market.

In January 2008, the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) undertook a regulatory review of non-bank sponsored ABCP programs in Canada and carried out a compliance "sweep" of all IIROC dealer members that manufactured and/or distributed ABCP to customers. A report of IIROC's findings is expected in the fall of 2008.

On December 20, 2007, the CSA announced the formation of a working group (the CSA ABCP Working Group or the Committee) to consider securities regulatory issues stemming from the Credit Turmoil and to make recommendations to the chairs of the CSA on appropriate regulatory responses. The Committee consists of representatives of the British Columbia Securities Commission, the Alberta Securities Commission, the Ontario Securities Commission and the Autorité des marchés financiers du Québec.

The chairs of the CSA asked the Committee to prepare and issue this consultation paper for public comment. The purpose of this paper is:

- to set out the Committee's proposed responses to the causes of the Credit Turmoil for which securities regulatory action is necessary or appropriate, and
- to seek public comment on the Committee's proposals.

Part one of the paper discusses the background of the Credit Turmoil, including the primary causes. Part two of the paper describes the Committee's proposals for responding to the Credit Turmoil.

---

<sup>1</sup> The Credit Market Turmoil has been referred to in other sources as, among other things, the credit crunch, the credit squeeze or the credit crisis.

## Summary of proposals

The following is a summary of the Committee's proposals.<sup>2</sup>

The Committee proposes to:

1. Implement a regulatory framework that applies to "approved credit rating organizations". Among other things, the framework would require credit rating agencies (CRAs) to comply with the "comply or explain" provision of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (the Code of Conduct). The framework would also give securities regulators authority to require changes to a CRA's practices and procedures. The Committee will consider whether, as part of this framework, to require disclosure of all information provided by an issuer to a CRA and used by the CRA in determining and monitoring ratings. The framework would define "approved credit rating organization" to include Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs) recognized by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).
2. Amend the current short-term debt exemption to make it unavailable for distributions of asset-backed short-term debt. As a result, exempt distributions of asset-backed short-term debt would have to be made under other exemptions.
3. Conduct a separate CSA policy review to consider the appropriateness of (i) the income and net financial asset thresholds in the accredited investor definition, and (ii) the \$150,000 exemption.
4. Consider reducing reliance on credit ratings in Canadian securities legislation.
5. Co-ordinate with IIROC the various regulatory initiatives focussed on addressing the role of intermediaries that are registrants in distributing asset-backed securities such as ABCP.
6. Review the definitions of "related issuer" and "connected issuer" in proposed *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements* (Regulation 31-103) to ensure that these definitions capture issuers of ABCP and similar products.
7. Review:
  - (i) whether a concentration restriction in *Regulation 81-102 respecting Mutual Funds* (Regulation 81-102) for money market funds is appropriate, and if so, whether the current 10% concentration restriction is appropriate
  - (ii) whether to further restrict the types of investments (such as asset-backed short-term debt) a money market fund can make
  - (iii) whether assets such as asset-backed short-term debt are appropriate as eligible assets in the definition of "cash cover" and "qualified security", and

---

<sup>2</sup> None of the Canadian securities regulatory authorities or provincial and territorial governments have approved the proposals in this paper.



- (iv) whether short-term debt investments, including ABCP with a specified credit rating, should be permitted to be aggregated in a statement of investment portfolio.

## **Part one – Background**

### **U.S. subprime mortgage crisis**

Commentators agree that the continuing global credit market turmoil that began in the summer of 2007 originated from the subprime mortgage crisis in the United States. Subprime mortgages are mortgages extended to high-risk borrowers. These borrowers have lower incomes and/or weaker credit history than traditional or “prime” borrowers.

Over the last several years, the number of subprime mortgages underwritten in the U.S. increased significantly against a backdrop of rising house prices. U.S. investment banks packaged many of these mortgages into pools securing mortgage-backed securities that were sold to investors. However, a combination of lax lending standards, potential fraud, interest rate adjustments on adjustable rate mortgages and a softening of U.S. house prices led to a significant increase in the default and foreclosure rates for subprime mortgages.

As a result, it became clear that subprime mortgages were much riskier than the market anticipated. Financial institutions, hedge funds and other entities that held investments with exposure to subprime mortgages have suffered significant losses since mid-2007.

### **Spread of the Credit Turmoil to Canada**

The subprime mortgage crisis in the U.S. is generally viewed as triggering the Credit Turmoil, while the securitization process is said to have “spread the contagion” throughout global credit markets. The securitization process has a number of important benefits such as the diversification of risk from originating mortgages or loans. Even though securitization allowed for the exposure to subprime assets, it is accepted that securitization will continue to play an important role in global credit markets.

In Canada, the limited transparency of securities in the exempt market, such as mortgage-backed securities, ABCP and collateralized debt obligations (CDOs), meant that investors could not easily identify the assets underlying these securities. Financial institutions and investors also found it difficult to identify the credit exposure of the counterparties they were dealing with.

This uncertainty led to a broad re-evaluation of risk, the collapse of the resale market for some structured products and the evaporation of liquidity. In Canada, the August 2007 freezing of the then \$35 billion market for non-bank sponsored ABCP has been one of the most visible effects of the Credit Turmoil.

### **Impact on the ABCP market**

ABCP is short-term debt (maturity of less than one year) that is generally serviced or backed by a pool of assets or securities. It is typically distributed on a prospectus exempt basis under the short-term debt exemption in section 2.35 of *Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions* (Regulation 45-106).

According to IIROC, when the non-bank sponsored ABCP market froze, approximately 2,500 holders were retail (i.e. non-corporate) investors who purchased ABCP under the short-term debt exemption. Ninety-five percent of these investors were clients of five IIROC member dealers. IIROC estimates that approximately 55% of these investors held less than \$50,000 of ABCP and approximately 24% held more than \$150,000. In aggregate, these retail investors held approximately \$372 million of the total outstanding non-bank sponsored ABCP. It is not clear what proportion of these investors could have qualified as accredited investors. What is clear is that the seizure of the ABCP market has caused investors significant hardship.

In a typical ABCP structure, the difference in maturities between the outstanding short-term ABCP and the longer-term underlying assets held by the issuer creates a risk of default that could prevent issuers from “rolling over” or issuing new notes to finance maturing debt. ABCP issuers typically require a liquidity facility to mitigate this risk.

In Canada, liquidity facilities for ABCP issuers had a “general market disruption” standard, meaning liquidity was provided only if commercial paper could not be issued at any price by any issuer. These “Canadian-style” liquidity provisions were based on the Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) guideline B-5 dated July 1994 (revised November 2004). For the purposes of calculating the bank’s required capital charge, this guideline excluded the undrawn portions of a liquidity facility if a drawdown was permitted only in the event of a “general market disruption”. Banks that provided broader “global-style” liquidity would have had capital charges applied to undrawn portions of the liquidity facilities they provided.

These capital rules were not unique to Canada. Indeed, some jurisdictions would not have required a capital charge for global-style liquidity facilities. Unique to Canada was that DBRS Limited (DBRS) assigned its highest rating to ABCP backed by a Canadian-style general market disruption liquidity facility. No other CRA would rate such ABCP. DBRS no longer rates ABCP with a Canadian-style liquidity facility.

On June 19, 2008, OSFI issued a draft advisory setting out its expectations for securitization activities of banks.<sup>3</sup> OSFI is proposing to eliminate the zero percent conversion factor for general market disruption liquidity facilities. This would result in such liquidity facilities being subject to the same capital treatment as global-style liquidity facilities.

When the Canadian non-bank sponsored ABCP market froze in August 2007, bank-sponsored ABCP issuers were able to continue rolling over their ABCP with minimal disruption. Banks bought back much of the ABCP from their related conduits and brought significant amounts of ABCP back onto their balance sheets. Because the banks were able to roll over their ABCP, some liquidity providers maintained that there was no general market disruption and did not provide liquidity to non-bank sponsored issuers on that basis. Without liquidity support, the non-bank ABCP market in Canada ceased to operate.

The frozen non-bank sponsored ABCP is the subject of a restructuring proposal under the *Companies’ Creditors Arrangement Act*. Under the proposal, investors would be issued long-

<sup>3</sup> Available at <http://www.osfi-bsif.gc.ca>.

term notes in exchange for their non-bank sponsored ABCP. Conditional upon the successful completion of the restructuring, approximately 1,800 retail investors (i.e. those who invested less than \$1 million in non-bank sponsored ABCP) are expected to have approximately \$180 million of ABCP repurchased by IIROC member dealers at par value plus interest (to the extent it is payable under the restructuring plan). Moreover, according to information obtained from IIROC, approximately 600 investors have already had approximately \$320 million of non-bank sponsored ABCP repurchased by IIROC member dealers.

The Ontario Superior Court approved the restructuring plan on June 5, 2008. The decision of the Ontario Superior Court was appealed to the Ontario Court of Appeal, which upheld the lower court decision on August 18, 2008. On September 19, 2008, the Supreme Court of Canada denied leave to appeal the two lower court decisions.

### **Global impact of the Credit Turmoil**

#### ***(a) Impact on financial institutions***

The Credit Turmoil has severely affected commercial and investment banks around the world in a number of ways.

First, a number of bank-sponsored issuers could not redeem their outstanding asset-backed securities at maturity. Many sponsoring banks provided support by buying back the securities from investors and bringing them back onto their balance sheets. One of the reasons that many commercial banks have reduced lending capacities is the capital adequacy requirements applicable to the debt obligations that the sponsoring banks brought back onto their balance sheets.

Second, counterparty risk has become a key consideration in lending decisions. Interbank lending has decreased, while interbank lending rates have increased. Financial institutions are increasingly reluctant to enter into lending transactions with other institutions when they cannot assess the other institution's exposure to subprime or other potentially impaired assets. As a result, institutions facing liquidity issues due to the Credit Turmoil could not access interbank lending, a traditionally reliable source of capital.

Third, the contraction of credit reduced the availability of credit for leveraged buyouts. Traditionally, banks have supplied debt for leveraged buyouts and have securitized that debt and sold it to investors. Banks have been less willing to extend this type of credit because they might have to retain the loans on their balance sheets.

Finally, many banks that invested in asset-backed securities (including mortgage-backed securities and CDOs) have taken significant write-downs on their portfolios, including as a result of exposure to counterparties such as monoline insurers.

#### ***(b) Impact on capital markets***

The Credit Turmoil has also significantly affected global equity markets. Stock prices have been affected by the extent to which public companies, including major financial institutions, have

had to write down their holdings in asset-backed securities and by speculation about the write-downs.<sup>4</sup>

This has resulted in a crisis of confidence in capital markets and a flight to safety by investors. Outside Canada, this has led to the collapse of, or the need for government intervention in, various financial institutions.<sup>5</sup> It is fair to conclude that financial institutions and capital markets in Canada have been less affected by the Credit Turmoil than institutions and markets in many other jurisdictions. Notwithstanding, the Credit Market Turmoil has had a significant impact in Canada.

### **Main causes of the Credit Turmoil**

As previously noted, the subprime mortgage crisis in the U.S. is generally viewed as having triggered the Credit Turmoil, while the securitization process is said to have “spread the contagion” throughout global credit markets. While many factors contributed to the turmoil in the credit markets internationally, the following are generally accepted as the key factors.

1. **The disconnection of risk in the originate-to-distribute banking model.** By packaging loans into pools and selling them into special purpose off-balance sheet vehicles, the originator no longer bears the contractual risk of default. This “originate-to-distribute” banking model provides less incentive for lenders to carefully screen borrowers and has eroded the lending discipline of the traditional bank lending model. In addition, compensation structures in financial institutions created incentives for those involved in the securitization process to maximize short-term underwriting and structuring revenue with insufficient regard to the longer-term risks.
2. **The role of credit rating agencies.** Many investors relied on credit ratings issued by CRAs to make decisions to invest in asset-backed securities and other structured products. Several issues relating to CRAs and their ratings have been cited as contributing factors to the Credit Turmoil. These include:
  - concerns that CRAs relied on flawed rating methodologies in determining ratings for structured products
  - investor misunderstanding of credit ratings. A credit rating is intended to be a measure of credit risk, meaning the ability of the underlying assets to fund the principal and interest under the terms of the particular debt obligation. A credit rating

<sup>4</sup> In its April 2008 Global Financial Stability Report, the International Monetary Fund notes that losses from the subprime mortgage crisis may be as much as US\$1 trillion. The Bank of England stated in its April 2008 report that actual losses could be closer to US\$170 billion. It further stated that using a mark-to-market approach to value illiquid securities could significantly exaggerate the scale of losses that financial institutions might ultimately incur. Globally, over US\$500 billion in write-downs have been taken to date.

<sup>5</sup> For example, in March 2008, The Bear Stearns Companies, Inc. was provided with a US\$28 billion emergency loan from the Federal Reserve Bank of New York and JP Morgan Chase & Co. before being sold to JP Morgan Chase for US\$10 per share. More recently, on September 7, 2008, the U.S. Federal Housing Finance Agency decided to place the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) and the Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) into conservatorship, effectively taking these entities under government control. On September 15, 2008, Lehman Brothers Holdings Inc. filed for chapter 11 bankruptcy protection. On the following day, the U.S. Federal Reserve Bank extended an US\$85 billion credit facility to American International Group, Inc.

is not a measure of the liquidity of the security (liquidity risk) or the price at which the security can be sold in the market (market risk). Many investors did not appreciate these distinctions and the relationship between liquidity risk, market risk and credit risk.

- potential conflicts of interest of CRAs, such as conflicts that arise because:
  - (i) CRAs are paid by the issuers of the securities they rate
  - (ii) CRAs are typically not paid unless a rated transaction is completed, which creates an incentive for CRAs to assign a high rating and the potential for “ratings shopping”, and
  - (iii) CRAs may provide ancillary services to the issuers of the securities they rate.

The SEC published a report in July 2008 summarizing issues identified in examinations in the U.S. of Fitch, Moody's and Standard & Poor's. In particular, SEC staff identified issues with how CRAs manage their conflicts of interest, particularly those arising from the “issuer pays” structure. For example, SEC staff noted that rating analysts participated in fee discussions despite CRA policies that prohibit this. The SEC recommended that each CRA that it examined consider and implement steps to address management of this conflict. Each of these CRAs stated that it would implement the recommendations.<sup>6</sup>

3. **Undue reliance by investors and intermediaries on credit ratings.** Many investors and intermediaries placed undue reliance on credit ratings when making investment decisions about structured products. Arguably, institutional investors did not perform adequate due diligence and underestimated the risks of these complex structured products.
4. **Transparency and disclosure of underlying assets.** Originators did not always disclose, and/or investors did not always demand, adequate information about the structure of, and assets underlying structured products including asset-backed securities such as ABCP and CDOs. This lack of transparency made it difficult for market participants to determine which products were backed by subprime mortgages and what the underlying asset mix was for any specific product. That contributed to the crisis of confidence and the flight to safety by investors.
5. **The role of intermediaries**

***Know-your-client and suitability obligations.*** The Credit Turmoil and the frozen ABCP market in Canada have raised concerns about whether investment dealers and advisers complied with the “know your client” and “suitability” obligations when recommending structured products such as ABCP to their clients. In order to recommend the purchase of a security, intermediaries must understand the terms of, and risks associated with, the security. Some have alleged that intermediaries represented ABCP to investors as being

<sup>6</sup> “Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies” by Staff of Compliance Inspections and Examinations Division of Trading and Markets and Office of Economic Analysis, United States Securities and Exchange Commission, July 2008. Available at [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

as safe as government-issued debt. This has raised questions about the approval process for new products at intermediaries. Securities regulators are investigating these issues as they relate to registrants.

**Conflicts of interest.** Some intermediaries may have had conflicts of interest because of their roles in both manufacturing and selling structured products. Intermediaries may face pressure to recommend securities issued by a related party.

- 6. Poor risk management.** Many questions have arisen about whether risk management at banks and other financial institutions has kept up with innovations in lending and trading practices. In particular, some banks took large positions in structured products and related derivatives (including credit default swaps), apparently without understanding the risks of these instruments. The losses firms have taken on these positions have had substantial negative impact on their capital positions and their ability to commit to new business. This has led to more conservative lending, which has exacerbated the Credit Turmoil.

Risk management issues have also been identified with respect to the exposure to derivative instruments such as credit default swaps. Many structured product issuers wrote or held credit default swaps to increase their exposure to underlying assets or as insurance against a downturn in credit markets. At the end of 2007, it is estimated that approximately US\$62 trillion of credit default swaps had been written.<sup>7</sup> This far exceeded the outstanding debt underlying the credit default swaps.

**7. Accounting-related issues**

**Off-balance sheet accounting.** Through the securitization process, banks were able to move loan portfolios off their balance sheets into special purpose vehicles (SPVs). This allowed them to avoid capital requirements on the loan portfolio and to free more capital for other lending opportunities. In some cases, when SPVs defaulted, the sponsoring banks took the assets back onto their balance sheets to protect their clients.

When banks do this, they may reduce their participation in credit markets until they know how much more capital is needed to support those assets. Banks have become much more conservative in their lending practices as they seek to protect their deteriorating balance sheets amid write-downs of impaired assets.

**Valuation.** Under accounting rules, securities must be measured at fair value. The fair value of securities that do not have a quoted market price (such as ABCP, CDOs and similar structured products) must be estimated using appropriate valuation techniques as there is no standard model for determining fair value. Fair value determinations can differ significantly if inputs to the valuation techniques reflect different market expectations and risk-return factors of the financial instrument. This in turn can result in disagreement between management and auditors, and between borrowers and banks issuing margin calls. In this environment, the percentage of write-downs of ABCP by issuers has varied widely, with the majority of issuers taking write-downs from 25% to 45%.

<sup>7</sup> Figures obtained from the International Swaps and Derivatives Association at <http://www.isda.org/statistics>.



In addition, distressed sales of assets in response to margin calls can contribute to more negative fair-value adjustments. It has been suggested that the mark-to-market rules cause many structured products to be written down long before it is clear how much the ultimate recoverable amount will be. While these write-downs may be reversed in future periods when markets stabilize, a negative cycle can feed on itself and trigger responses from financial market participants, such as higher margin calls. Higher margin calls cause SPVs, hedge funds and other banks holding the loans to seek additional capital by liquidating assets or through other means, which perpetuates the cycle. This also may have contributed to the Credit Turmoil.

#### **Update on continuous disclosure reviews**

In the fall of 2007, the CSA began a targeted review of Canadian reporting issuers that held material amounts of non-bank sponsored ABCP. In particular, CSA staff are assessing whether issuers properly accounted for ABCP holdings in their financial statements and have appropriately disclosed the significant factors and assumptions in management's discussion and analysis of financial condition and results of operations (MD&A). CSA staff will continue these continuous disclosure reviews until the restructuring of the frozen non-bank sponsored ABCP has been completed.

CSA staff are also reviewing the disclosure by several Canadian banks to determine if they are complying with existing disclosure requirements. In particular, the CSA is looking at whether these banks have adequately discussed the business purpose and activities of off-balance sheet entities, the risks associated with these off-balance sheet entities and the valuation practices for securities that do not have an active market.

Based on reviews to date, disclosure has increased in the areas of off-balance sheet risks and the nature of the underlying assets in off-balance sheet vehicles. Other issuers with material holdings of ABCP have begun disclosing the factors and assumptions used to determine the fair value of securities that no longer have an active market.

Although disclosure is improving, CSA staff have asked a number of issuers to enhance disclosure of the factors and assumptions used when determining the fair value of financial instruments and the impact of holding ABCP on the issuer's liquidity and/or capital resources in their next filing of financial statements and MD&A.

CSA staff also conduct regular reviews of continuous disclosure to ensure that reporting issuers comply with existing disclosure obligations. As a result of these reviews, four issuers had to restate and refile their financial statements because valuation write-downs were inadequate and ABCP was not adequately classified on their balance sheet.

The MD&A form contains disclosure requirements for off-balance sheet arrangements and financial instruments. The CICA Handbook also contains disclosure requirements for off-balance sheet arrangements and financial instruments. Based on reviews to date, CSA staff have seen improved disclosure in these areas and as a result, have concluded that at this time changes in disclosure requirements are not necessary as a result of the Credit Turmoil.

## Part two - Securities regulatory proposals

The Committee has reviewed the many factors that have been identified as causing, or contributing to, the Credit Turmoil. It has considered whether regulatory action is necessary or appropriate in the following five areas:

1. The role of CRAs (including whether to require disclosure of information received and used by CRAs in connection with ratings).
2. Proposed amendments to the short-term debt exemption.
3. The use of credit ratings in securities legislation.
4. The role of intermediaries.
5. Investments by mutual funds in ABCP.

The Committee applied the following four guiding principles in carrying out its work:

1. The CSA should identify any regulatory gaps or problems resulting from the Credit Turmoil and limit its response to addressing those issues.
2. The Committee should consider whether a particular issue should be addressed as a matter of securities law and whether the CSA has the jurisdiction to address that issue.
3. The CSA's approach to responding to the Credit Turmoil should be consistent with international developments, including initiatives led by, among others, the following entities:
  - IOSCO<sup>8</sup>
  - the SEC<sup>9</sup>
  - the Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>10</sup>
  - the Financial Stability Forum (the FSF)<sup>11</sup>, and

<sup>8</sup> See "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", revised May 2008, "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets", May 2008 and "Report of the Task Force on the Subprime Crisis", May 2008. These documents are available at [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

<sup>9</sup> See "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 and "References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", Release No. 34-58070. These documents are available at [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>10</sup> See "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", May 19 2008, available at [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

<sup>11</sup> See "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", April 7, 2008 available at [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).



- the U.S. President's Working Group on Financial Markets<sup>12</sup>.
4. The Committee should consider whether the market has adequately responded to a particular issue and whether such a response is sustainable.

### 1. The Rules applicable to CRAs

CRAs in Canada are not subject to formal securities regulatory oversight or to a statutory liability regime. Yet a number of Canadian securities rules and policies refer to or rely upon credit ratings.

While CRAs have played a role in the Credit Turmoil, they did not cause the Credit Turmoil and it is unlikely that regulating CRAs would have prevented it. As noted by CESR, there is no evidence that regulating the credit rating industry would have affected the issues that emerged with ratings of securities backed by subprime assets.<sup>13</sup> At the same time, it is important to address any regulatory issues identified as a result of the Credit Turmoil. The CSA proposal to implement a regulatory framework applicable to CRAs (the CRA Framework) is discussed below under "The CRA Framework".

#### (a) IOSCO Code of Conduct

The IOSCO task force on CRAs has revised the IOSCO Code of Conduct to address concerns about the credit-rating process that became evident from the Credit Turmoil. Representatives of the CSA participated actively in that process. The enhanced requirements of the amended Code of Conduct address issues such as conflicts of interest of CRAs<sup>14</sup> and misunderstandings by investors about what ratings mean (section 3.5).

The Code of Conduct also addresses other issues such as:

- adequate staffing of CRAs (sections 1.7 and 1.9)
- ensuring the quality of information used in making rating decisions (section 1.7)
- the ability to rate novel products (sections 1.7-1 and 1.7-3)
- differentiating ratings for different securities (section 3.5(b)), and
- providing public disclosure of historical information about the performance of ratings (section 3.8).

<sup>12</sup> See "Policy Statement on Financial Market Development", March 2008, available at [www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov).

<sup>13</sup> "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" released by CESR on May 19, 2008, p. 3.

<sup>14</sup> Conflicts of interest of CRAs are addressed generally in Part 2 of the Code of Conduct. In particular, the Code of Conduct addresses:

- conflicts of interest arising from rated issuers paying fees for their ratings (section 2)
- the need for CRAs to separate their rating business from consulting work (section 2.5), and
- the ability of CRAs to perform ancillary services (section 2.5).

In addition, section 1.14-1 of the Code of Conduct specifies that CRA analysts should not make proposals or recommendations regarding the design of structured products.

The Code of Conduct also includes a provision aimed at addressing the lack of transparency of the assets underlying structured products:

CRAs as an industry should encourage structured finance issuers and originators of structured finance products to publicly disclose all relevant information regarding these products so that investors and other CRAs can conduct their own analyses independently of the CRA contracted by the issuers and/or originators to provide a rating. CRAs should disclose in their rating announcements whether the issuer of a structured finance product has publicly disclosed all relevant information about the product being rated or if the information remains non-public.<sup>15</sup>

Taking into account the recent amendments, the Committee thinks that the Code of Conduct is a comprehensive standard that substantially addresses concerns related to CRA governance and conduct. The CRA Framework discussed below would, among other matters, require CRAs to comply with the “comply or explain” provision of the Code of Conduct.

Consistent with its third guiding principle, the Committee will continue to monitor international developments on oversight of CRAs. The IOSCO task force on CRAs, on which the CSA is represented, has been asked to consider the question of how to ensure compliance with the Code of Conduct. In addition to noting that it favours a consistent global regulatory approach to CRAs, IOSCO recently announced the following measures aimed at improved monitoring of CRAs:

- The task force will work to develop mechanisms by which national regulators can co-ordinate their monitoring of compliance by CRAs with the substance of the Code of Conduct.
- The task force will review the adoption of revised codes of conduct by the CRAs against the May 2008 revised version of the Code of Conduct.
- The task force will examine the possibility of developing an international monitoring body to discuss issues with CRAs and to advance the expectations of the international regulatory community.<sup>16</sup>

The IOSCO task force is expected to release a report regarding the above measures in January 2009.

**(b) SEC registration regime**

A CRA in the U.S. is subject to regulatory oversight by the SEC under the 2006 Credit Rating Agency Reform Act. Under the act, a CRA can register as an NRSRO. The act also gives the SEC the power to regulate an NRSRO’s internal processes for record-keeping and managing conflicts of interest. In June 2007, the SEC enacted rules that implemented the provisions of the 2006 Credit Rating Agency Reform Act.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Section 2.8(c) of the Code of Conduct.

<sup>16</sup> See “IOSCO urges greater international coordination in the oversight of Credit Rating Agencies” released by IOSCO on September 17, 2008 and available at [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>17</sup> See SEC Release No. 34-55857, “Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”.

On June 16, 2008, the SEC proposed additional rules to address issues about CRAs that arose during the Credit Turmoil, including rules aimed at prohibiting or managing conflicts of interest.<sup>18</sup> The proposed amendments also include a requirement that the information provided to and used by an NRSRO to determine the credit rating of an asset-backed security must be disclosed through a means designed to provide a reasonably broad dissemination of the information. The Committee is considering whether to include a similar requirement as part of the CRA Framework.

The rating methodologies used by CRAs have come under intense scrutiny since the onset of the Credit Turmoil. In response, CRAs have taken steps to improve their rating methodologies.<sup>19</sup> In the U.S., the SEC is prohibited from regulating “the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any NRSRO determines credit ratings”.<sup>20</sup>

Consistent with the U.S. approach, the Committee thinks that securities regulators should not be in the business of regulating or second-guessing methodologies and assumptions used in the credit rating process. Rather, securities regulators should ensure that information about these methodologies and assumptions is publicly available thus allowing the market to judge their validity.

*(c) Other international developments*

The Australian Securities and Investments Commission has announced that, in conjunction with the Australian Treasury, it is conducting a broad review of how CRAs operate in Australia with the goal of determining whether the current regulatory framework for CRAs needs to be updated. The review will consider the extent to which investors rely on CRAs and whether the level of diligence and discussion undertaken by CRAs warrants this reliance. The review will also consider how CRAs deal with conflicts of interest.

On May 19, 2008, CESR released its “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”. CESR proposed forming an international CRA standard-setting and monitoring body whose objectives would be:

- to develop international standards for the rating industry in line with the IOSCO standards, and
- to monitor the compliance of CRAs with IOSCO standards using full transparency for enforcement.

---

<sup>18</sup> See SEC Release No. 34-57967, “Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”.

<sup>19</sup> For example, see “S&P announces new actions to enhance independence, strengthen the ratings process, and increase transparency to better serve global markets” released by Standard & Poor’s on February 7, 2008, “Moody’s Proposes Enhancements to Non-Prime RMBS Securitization” released by Moody’s Investors Services on September 25, 2007 and “DBRS Revises Rating Approach for Canadian Structured Finance” released on May 27, 2008.

<sup>20</sup> Section 15E(c)(2) of the Securities Exchange Act of 1934.

More recently, European Union finance ministers have agreed on a framework for registering CRAs. They will appoint CESR or create a new agency as the registration and monitoring body. Proposed draft laws are expected in October 2008.

**(d) *The CRA Framework***

Having considered the foregoing, the Committee is proposing that the CSA implement the CRA Framework described below.

***CSA Proposal #1***

- 1. The Committee proposes establishing a regulatory framework applicable to “approved credit rating organizations” that requires compliance with the “comply or explain” provision of the IOSCO Code of Conduct and provides securities regulators authority to require changes to a CRA’s practices and procedures.***

***The Committee also will consider whether to require public disclosure of all information provided by an issuer that is used by a CRA in rating an asset-backed security.***

**(e) *Jurisdiction***

None of the jurisdictions represented on the Committee (Québec, Ontario, Alberta and British Columbia) currently has the legal authority to implement the CRA Framework. If the CRA Framework is to be implemented, each securities regulatory authority will need to obtain appropriate legislative amendments.

**(f) *Features of the CRA Framework***

In developing the CRA Framework, the Committee considered what substantive regulatory requirements should apply to CRAs in Canada. All of the CRAs currently operating in Canada are subject to regulation by the SEC. The Committee is mindful of the potential cost and inefficiency of a CSA-specific registration regime. Implementing a Canadian registration regime that is similar to the U.S. model may offer little or no additional benefit.

Accordingly, the CRA Framework would require “approved credit rating organizations” to comply with the “comply or explain” provision of the IOSCO Code of Conduct. It would give the CSA appropriate power to regulate certain aspects of a CRA’s business if that is desirable in the future. Section 4.1 of the Code of Conduct, the “comply or explain” provision, reads as follows:

- 4.1 A CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. If a CRA’s code of conduct deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist, and how any deviations nonetheless achieve the objectives contained in the IOSCO provisions. A CRA should also describe generally how it intends to enforce its code of conduct

and should disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced.

The CRA Framework would include the following additional provisions:

- An “approved credit rating organization” would be defined as:
  - DBRS, Fitch, Moody’s and Standard & Poor’s, and
  - an NRSRO, or any other credit rating organization that applies to, and is approved by, the securities regulator.
- Securities regulators would have the authority to make orders in the public interest that impose terms and conditions on the conduct of business of an approved credit rating organization (including an order requiring an approved credit rating organization to comply with any provision of the Code of Conduct). They would also have the authority to make orders that revoke, amend or modify a CRA’s designation as an approved credit rating organization.
- An approved credit rating organization would be required to provide to securities regulators, on request, information about its business as a CRA and its compliance with the Code of Conduct, and any other information, documents, books and records related to its credit rating business.
- An approved credit rating organization could be required, if securities regulators consider it necessary, to submit to a review of its practices and procedures relating to its business as a CRA and its compliance with the Code of Conduct.
- An approved credit rating organization could be required to make any changes to its practices and procedures relating to its business as a CRA that are ordered by securities regulators.

**(g) *Disclosure of information provided to CRAs***

As noted above, the Committee is considering whether to include as part of the CRA Framework a disclosure obligation similar to the proposed SEC requirement. The SEC is proposing that, as a condition to a NRSRO rating an asset-backed security, the information provided to the NRSRO and used by the NRSRO in determining and monitoring a credit rating be disclosed through a means designed to provide a reasonably broad dissemination of the information. If adopted by the CSA, the proposed requirement would apply to any rating of a security issued as part of any asset-backed securities transaction. In considering this disclosure requirement, the Committee has reviewed the market initiatives relating to disclosure referred to below under “Transparency of underlying assets generally”.

For an initial credit rating, the required information would have to be publicly disclosed when the securities being rated are issued. When monitoring a credit rating, the required information would have to be publicly disclosed as soon as possible after the information is provided to the approved credit rating organization.

If a CRA disclosure requirement is adopted, a CRA would be prohibited from issuing a credit rating for an asset-backed security unless it reasonably concludes that the required information has been publicly disclosed. An approved credit rating organization would be required to withdraw a credit rating if the relevant information is no longer being publicly disclosed.

If adopted as part of the CRA Framework, the Committee expects that the disclosure requirement could:

- enhance transparency of the assets underlying asset-backed securities
- provide investors with greater access to information to conduct their own due diligence and make more informed investment decisions
- provide other CRAs with the information necessary to prepare a competitive rating for the same product. This could discourage ratings shopping and foster confidence in credit ratings.
- limit the regulatory burden on issuers and CRAs by imposing an obligation that is generally consistent with the SEC disclosure proposal. To avoid duplicate regulation, the CRA Framework would include an exemption from the disclosure obligation that would apply if disclosure has been made in compliance with the SEC's equivalent disclosure obligation.

On the other hand, the Committee has identified certain issues with imposing a disclosure requirement as part of the CRA Framework. For example, the disclosure requirement:

- would put the onus on CRAs rather than on issuers to ensure disclosure of information about asset-backed securities
- may have the potential to create a large volume of non-standardized, unconsolidated data being disseminated into the market that only certain investors may be able to evaluate. The format and specificity of the data CRAs use to rate issuers may differ from what investors need to evaluate an asset-backed security.
- may create various implementation issues that the CSA would have to address such as privacy concerns arising from the dissemination into the public domain of personal information or confidential business information, and
- would result in inconsistent treatment between rated asset-backed securities and other rated securities (for example, corporate debt).

The Committee will monitor any changes made to the SEC's proposed disclosure requirement as a result of the SEC's comment process. The Committee will take any such changes into consideration in formulating its final recommendation.

#### ***(h) Benefits of the CRA Framework***

The Committee has identified the following benefits associated with the CRA Framework:

- It provides a mechanism to ensure that each approved credit rating organization complies with the enhanced standards of the revised IOSCO Code of Conduct.
- It provides a mechanism for the CSA to consider the compliance of an approved credit rating organization with the Code of Conduct and require changes if appropriate.
- It is an alternative to creating a comprehensive registration regime for CRAs (based on the U.S. model), which seems unnecessary given current and proposed U.S. regulation of CRAs.
- It avoids overlapping regulation of CRAs while providing the CSA with the ability to require changes to the rating business of approved credit rating organizations if that is desirable in the future.

*(i) Request for comment*

The Committee is seeking comments on the CRA Framework. We specifically seek comments in response to the following questions:

- Is the CRA Framework an appropriate regulatory scheme? Does it go far enough in imposing standards and obligations on CRAs? If a more comprehensive registration regime (similar to the U.S. model) is preferable, what other obligations or conditions of registration should be imposed on CRAs?
- Is a requirement to disclose all information provided by an issuer and used by a CRA in determining and monitoring a credit rating an appropriate way to address the lack of transparency of asset-backed securities? Should the CSA impose a disclosure obligation directly on issuers of asset-backed securities? Should a disclosure obligation apply regardless of whether such securities have a rating?
- The SEC's proposed disclosure requirement applies to a security or money market instrument issued by an asset pool or as part of any asset-backed or mortgage-backed securities transaction if the rating for the security or money market instrument was paid for by the issuer, sponsor or underwriter of the security or money market instrument. Is the scope of the SEC's proposed disclosure requirement appropriate? Does it include any transactions that should not require disclosure? Does it omit any transactions that should require disclosure?
- If the CRA disclosure obligation is adopted, should approved credit rating organizations be exempt from complying with such obligation if information has already been disclosed on a specific security in accordance with the SEC's requirements?

**2. Proposed amendments to the short-term debt exemption**

The distribution of ABCP in Canada is typically exempt from the registration and prospectus requirements under the short-term debt exemption in section 2.35 of Regulation 45-106:

2.35(1) The dealer registration requirement does not apply in respect of a trade in a negotiable promissory note or commercial paper maturing not more than one year from the date of issue, if the note or commercial paper traded:



- (a) is not convertible or exchangeable into or accompanied by a right to purchase another security other than a security described in this section, and
  - (b) has an approved credit rating from an approved credit rating organization.
- (2) The prospectus requirement does not apply to a distribution of a security in the circumstances referred to in subsection (1).

The current short-term debt exemption was adopted across Canada upon the implementation of Regulation 45-106 in September 2005. Until then, the conditions for an exempt distribution of short-term debt in Canada varied among jurisdictions.

Before Regulation 45-106 was implemented, distributions of short-term debt in several jurisdictions were exempt from the prospectus requirement if an individual bought a minimum amount of \$50,000. No minimum amount applied if the purchaser was a corporation. In other jurisdictions, the exemption was not available if the purchaser was an individual. Providing an exemption based on a minimum amount did not ensure that purchasers were either sophisticated or could withstand the risk of loss of their investment.

Before Regulation 45-106, the short-term debt exemption generally reflected the rationale that sophisticated investors in this market could make investment decisions without the disclosure required in a prospectus and could withstand the risk of loss of their investment. Section 2.35 of Regulation 45-106 reflected a harmonized version of the short-term debt exemption that was adopted across the CSA to address investor protection concerns with the previous exemptions.

Adopting an approved credit rating as a condition for using the short-term debt exemption meant that the exemption was based on the nature of the security. The requirement for an approved credit rating was intended to ensure the high credit quality of the debt sold under the exemption. On that basis, the short-term debt could be distributed to any purchaser.

The Committee thinks that there are no public policy concerns for exempt distributions of traditional short-term corporate debt (such as commercial paper and banker's acceptance notes) that have the benefit of the creditworthiness of an issuer with an ongoing business and significant assets.<sup>21</sup> The Committee is satisfied with the rationale for not requiring prospectus level disclosure for distributions of these types of securities. In these cases, the short term of the security and the credit rating requirement restrict the exemption to distributions of securities for which a prospectus is not needed.

However, the current short-term debt exemption raises public policy concerns when relied on for distributions of more complex securities, such as ABCP, to retail investors. Issuers relied on the

<sup>21</sup> At June 30, 2008, approximately 62% of the Canadian short-term corporate debt market consisted of commercial paper that is not asset-backed and banker's acceptance notes. The short-term corporate debt market is composed as follows:

|                     | millions \$ outstanding | Percentage |
|---------------------|-------------------------|------------|
| ABCP                | \$64,169                | 38%        |
| Commercial Paper    | \$44,610                | 26%        |
| Bankers Acceptances | \$60,504                | 36%        |
| Total               | \$169,283               | 100%       |

Source: Bank of Canada Weekly Statistics. Excludes ABCP subject to the restructuring under the Companies' Creditors Arrangement Act.



short-term debt exemption to distribute complex ABCP to investors who did not otherwise qualify as exempt-market purchasers (for example, by being an accredited investor).

As a result of the Credit Turmoil, it has become clear that exempting these types of distributions from the prospectus requirement based on a high credit rating cannot be justified. In the Committee's view, the fact that retail investors could buy complex products such as ABCP under the short-term debt exemption is a matter that should be addressed. Because of the complex nature of these securities, the Committee thinks that the short-term debt exemption should not be available for the distribution of these securities. The Committee proposes requiring prospectus exempt distributions of ABCP and similar short-term debt to be made only in reliance on other existing exemptions, such as the accredited investor exemption or the \$150,000 exemption.

*(a) Restricting exempt distributions of asset-backed short-term debt*

*CSA Proposal #2*

*2. The Committee proposes amending the current short-term debt exemption to make it unavailable to distributions of asset-backed short-term debt.*

To give effect to the Committee's proposal, the existing short-term debt exemption would be amended to have the following conditions:

- The exemption would be available only for distributions of short-term debt that is not asset-backed short-term debt.
- Asset-backed short-term debt would be defined as negotiable promissory notes or commercial paper maturing not more than one year from the date of issue that is backed, secured or serviced by or from, a discrete pool of mortgages, receivables or other financial assets or interests designed to ensure the servicing or timely distribution of proceeds to holders of the security.
- The other conditions of the existing short-term debt exemption would continue to apply. This includes the requirement for an approved credit rating.

If the short-term debt exemption is not available for distributions of asset-backed short-term debt, issuers would need to rely on another exemption to distribute such debt without a prospectus.

Accordingly, exemptions from the prospectus requirement for this type of distribution would no longer be based on the nature of the security. Instead, asset-backed short-term debt would be treated the same as any other security that is not exempt based on its nature.

This would restrict prospectus exempt distributions of asset-backed short-term debt to purchasers who are presumed to be able to withstand the risk of financial loss resulting from an exempt transaction, such as an accredited investor. Accordingly, the Committee proposes that a credit rating would not be required for exempt distributions of asset-backed short-term debt.

**(b) Exemption for asset-backed short-term debt**

The Committee considered creating a separate registration and prospectus exemption for distributions of asset-backed short-term debt. It also considered whether any other conditions should apply to exempt distributions of asset-backed short-term debt. For example, the Committee is not proposing a disclosure requirement or a requirement for a credit rating for exempt distributions of asset-backed short-term debt.

If, as a result of public comments, the Committee concludes that a disclosure requirement would be appropriate, the Committee would prefer creating a separate exemption for asset-backed short-term debt.

**(c) Form filing and fee requirements**

The Committee's proposed amendments to the short-term debt exemption raise the question of whether Form 45-106F1 and fee requirements should apply to exempt distributions of asset-backed short-term debt. These form and fee requirements do not apply to the existing short-term debt exemption. However, other exemptions will need to be used to distribute asset-backed short-term debt if the Committee's proposal is implemented (such as the accredited investor exemption and the \$150,000 exemption). Those exemptions require issuers to file Form 45-106F1 and pay the appropriate fees. The Committee is considering whether Form 45-106F1 and fee requirements should apply to exempt distributions of asset-backed short-term debt and whether to propose amendments to Part 6 of Regulation 45-106 to exempt these distributions from these requirements.

**(d) Accredited investor thresholds and \$150,000 exemption****CSA Proposal #3**

- 3. The Committee proposes a separate policy review to consider the appropriateness of (i) the income and net financial asset thresholds in the accredited investor definition, and (ii) the \$150,000 exemption.**

The Committee's recommendation with respect to the short-term debt exemption would continue to allow accredited investors to purchase asset-backed short-term debt. As noted above, in the Canadian securities regime, accredited investors are presumed to be able to make investment decisions without the disclosure required in a prospectus and to withstand the risk of loss of an investment. In the aftermath of the Credit Turmoil, this presumption has been called into question for individuals who are accredited investors by virtue of the income and net financial asset thresholds of the accredited investor definition. Though investors that purchased frozen ABCP did so pursuant to the short-term debt exemption, some of them were accredited investors.

The Committee is concerned that the current levels at which the income and net financial asset thresholds are set under the accredited investor definition do not suggest that such investors have the ability to withstand the risk of loss from an investment. This led the Committee to be concerned that the current income and net financial asset thresholds for qualifying as an accredited investor may no longer be appropriate. The SEC is currently in the process of

increasing its thresholds under its accredited investor definition and the Committee thinks it would be advisable for the CSA to consider doing the same.

Similarly, a prospectus is not required for distributions to investors who purchase securities with an aggregate acquisition cost of not less than \$150,000. The Credit Turmoil has also raised questions about whether the rationale underlying this exemption continues to be justifiable. Some holders of frozen ABCP were not accredited investors but purchased at least \$150,000 of ABCP. These purchasers would continue to be able to purchase ABCP on an exempt basis after giving effect to the Committee's proposed amendments to the short-term debt exemption.

Accordingly, the Committee recommends that as a separate policy initiative, the CSA review the current income and net financial asset thresholds in the accredited investor exemption as well as the \$150,000 exemption.

**(e) Broad review of the exempt market regime**

In the context of the Credit Turmoil, questions have been raised about the fundamental principles underlying Canada's exempt market regime. For example, as discussed above, does it continue to be appropriate not to require any form of disclosure for exempt market distributions of complex securities?

The Committee is reluctant to make proposals that could interfere with the exempt market, except to the extent that the Committee is satisfied that changes are necessary as a result of the Credit Turmoil. While the amendments proposed to the short-term debt exemption are intended to address the specific issue of the sale of asset-backed short-term debt in Canada, the question remains whether the Credit Turmoil has highlighted any deficiencies in the exempt market that go beyond the distribution of those specific securities.

As part of a separate policy review, the CSA will be considering whether the fundamental regulatory principles that underlie the exempt market regime continue to be sound and have kept pace with market developments. This review will look at the rationale for the current registration and prospectus exemptions and whether disclosure should be required in the exempt market.

**(f) Resale requirements**

Currently, securities distributed under the short-term debt exemption are not subject to any resale restrictions. This reflects the historically liquid nature of the short-term debt market. The Committee has no public policy concerns with non-asset-backed short-term debt remaining freely tradable.

However, the Committee's proposal with respect to exempt distributions of asset-backed short-term debt means that resale restrictions would apply to distributions of asset-backed short-term debt. The applicable resale restriction would depend on the exemption used. For example, distributions of asset-backed short-term debt made in reliance on the accredited investor exemption would be subject to the resale restrictions set out in section 2.5 of *Regulation 45-102 respecting Resale of Securities*. Without resale restrictions, these securities could be immediately resold into the public market, thereby undermining the public policy rationale for the conditions

of the exemption under which the initial distribution was made. Accordingly, the Committee supports resale restrictions applying to asset-backed short-term debt.

**(g) Disclosure for asset-backed short-term debt**

In connection with its proposed amendments to the short-term debt exemption discussed above, the Committee considered whether a disclosure obligation should be a condition for prospectus exempt distributions of asset-backed short-term debt. The Committee concluded that no disclosure obligation should be imposed, but we are requesting comments on that issue.

A disclosure requirement could have the following benefits:

- An obligation to provide disclosure at the time of purchase would help investors carry out appropriate due diligence and make more informed investment decisions. This also could be achieved if the Committee recommends a disclosure requirement as part of the CRA Framework.
- Issuers are relying on prospectus exemptions to distribute increasingly complex securities that the original architects of the various exemptions likely never contemplated. It may be appropriate to revisit the traditional view that no disclosure should be mandated in the exempt market.
- Liability may attach to disclosure made by an issuer in connection with a distribution. This would establish rights of action for investors if the disclosure contained misrepresentations.

Despite the potential benefits of imposing a disclosure requirement, the Committee is mindful of the rationale underlying the exempt market. The Canadian securities regime requires prospectus-level disclosure for a trade in a security that constitutes a distribution.<sup>22</sup> However, there are a number of exemptions from the prospectus requirement that issuers may rely on when distributing securities. Many of these are set out in Regulation 45-106.

Prospectus exemptions are based on the assumption that a prospectus is not required in the circumstances. In some cases, the nature of the security is the determining factor. Examples include the guaranteed debt exemption in section 2.34 and the short-term debt exemption in section 2.35 of Regulation 45-106. In other cases (for example, the accredited investor exemption in section 2.3 of Regulation 45-106), the underlying rationale is that the purchaser is presumed to be able to withstand the risk of loss of the investment.

In the Committee's view, if certain distributions qualify for a prospectus exemption when from a fundamental policy perspective they should not, the CSA should respond by restricting the exemption rather than by adding a disclosure requirement to the exemption.

The rationale for not requiring a prospectus under the short-term debt exemption is that the security is considered of sufficiently high credit quality by virtue of its short term to maturity and its credit rating. As a result of the Credit Turmoil, the rationale for applying this exemption to

---

<sup>22</sup> For example, see s. 53(1) of the *Securities Act* (Ontario).

asset-backed securities has been questioned. In the case of ABCP, securities may have been distributed to certain purchasers when neither the nature of the security nor the status of the purchaser justified the exemption.

As discussed above, the Committee is proposing to address this issue by amending the short-term debt exemption to ensure that more complex short-term debt such as ABCP could only be distributed on an exempt basis by relying on a different exemption. The Committee is satisfied that not requiring a prospectus for distributions of asset-backed short-term debt under these other exemptions can be justified. For example, accredited investors are presumed to be able to make investment decisions without the disclosure that would be included in a prospectus and to withstand the risk of loss of their investment.

In addition, the Committee has considered the following matters in arriving at its decision not to propose a disclosure requirement as a condition for exempt distributions of asset-backed short-term debt:

- The transparency of asset-backed securities would be significantly enhanced if a disclosure obligation is adopted as part of the CRA Framework by requiring disclosure of all information used by a CRA in determining and monitoring a rating for an asset-backed security.
- Intermediaries that are registrants have know-your-client and suitability obligations. They must understand the terms of a security and its risks, and they must be able to obtain sufficient information about the asset-backed securities in order to recommend them. If they cannot obtain such information, they should not recommend the security for purchase by their clients. One consequence of the Credit Turmoil has been greater focus by registrants on the information they need in order to recommend ABCP and similar asset-backed securities.
- It is not clear how other jurisdictions will address the transparency issue. In the U.S., for example, there is currently no disclosure obligation for exempt market distributions of asset-backed securities (SEC Regulation AB does not apply).<sup>23</sup> However, the SEC is proposing requiring disclosure of all information used by a CRA in determining and monitoring a credit rating.
- As a matter of principle, it is inconsistent for the CSA to require enhanced disclosure for exempt distributions of asset-backed short-term debt without doing the same for other complex products (for example, contracts for difference or CFDs).
- Typically, exempt market issuers of ABCP are not reporting issuers. Therefore, they are not subject to ongoing continuous disclosure obligations. If enhanced disclosure was required for

---

<sup>23</sup> In the U.S., commercial paper with a term to maturity of 270 days or less is typically distributed under section 3(a)(3) of the *1933 Securities Act*. The parameters of that exemption are discussed in SEC release no. 33-4412 and subsequent SEC “no-action” letters. The securities must also be a type not ordinarily purchased by the general public (typically accomplished by issuing the securities in large denominations) and must be of prime quality (evidenced by a credit rating). In addition, the proceeds from the distribution must be used for “current transactions”, including the funding of operating expenses and the funding of current assets such as receivables and inventories.

ABCP, exempt market issuers would have to become reporting issuers or a continuous disclosure regime would have to be imposed on them.

**(h) *Transparency of underlying assets generally***

The Committee considered the initiatives that various organizations are carrying out to improve transparency of asset-backed securities. In particular, IOSCO is currently reviewing the level and adequacy of disclosure with respect to structured finance products in both the public and exempt markets. Enhanced transparency resulting from these initiatives contributed to the Committee's decision not to propose disclosure for exempt distributions of asset-backed short-term debt.

**Bank of Canada**

On March 31, 2008, the Bank of Canada (the Bank) released its criteria for accepting ABCP as collateral under its standing liquidity facility. The Bank updated its criteria on September 11, 2008. In addition to its general eligibility criteria, the Bank's transparency requirements for issuers seeking to pledge ABCP under the Bank's standing liquidity facility require those issuers to:

- provide the Bank with a document that includes "all relevant investment information"
- make the document accessible to all investors, and
- provide investors with timely disclosure of any significant change to the information in the document.<sup>24</sup>

**DBRS**

DBRS also is responding to demands for increased disclosure. On May 7, 2008, DBRS announced that it would be launching a series of monthly reports in response to a demand by market participants to have more timely updates and greater transparency with respect to the assets in a securitization transaction.

The first of these reports provides general information about each ABCP conduit rated by DBRS and specific information about individual conduits on a deal-by-deal basis. The report includes performance measures of individual conduits, such as delinquency, default and loss ratios, and credit enhancement levels as reported by the conduit administrator. Other features include the asset class, the funded amount and the deal rating, and the seller's industry and rating.<sup>25</sup>

**ICMA**

Industry associations such as the International Capital Markets Association (ICMA) are taking measures to enhance transparency. In June 2008, ICMA released a voluntary code of conduct on disclosure in the ABCP market in Europe.<sup>26</sup> One of the requirements of the ICMA code is for

<sup>24</sup> See "Securities Eligible as Collateral under the Bank of Canada's Standing Liquidity Facility", released March 31, 2008, updated September 11, 2008, available at [http://www.bank-banque-canada.ca/en/notices\\_fmd](http://www.bank-banque-canada.ca/en/notices_fmd).

<sup>25</sup> See "Securitization Servicer Report, Monthly Canadian ABCP Report", DBRS, first released in March 2008. The reports are available at [www.dbrs.com](http://www.dbrs.com).

<sup>26</sup> Available at <http://www.icma-group.org>

issuers to distribute monthly reports to existing investors that describe current assets, verify compliance with key programme tests or requirements and include information on total asset size, total commercial paper outstanding, asset type breakdown, credit enhancement and overall liquidity support.

#### Accounting initiatives

##### *Enhanced off-balance sheet disclosure*

Sponsors and originators of structured products generally do not consolidate off-balance sheet entities under existing accounting standards. As a result, they provide limited information in their continuous disclosure documents for these entities. This can create a lack of transparency for structured products. The Committee will monitor whether this gap is addressed by the current initiatives of the accounting standards setters.

As a result of the Credit Turmoil, accounting standards setters and banking regulators are considering disclosure enhancements for issuers with off-balance sheet entities. These initiatives would require disclosure generally to the market about structured product conduits, their underlying assets and the risks to the sponsors of the conduits.

On September 15, 2008, the U.S. Financial Accounting Standards Board (FASB) proposed amendments to the accounting and disclosure requirements for off-balance sheet transactions involving securitization arrangements. The proposal would introduce a new accounting model that will focus the consolidation analysis on qualitative indicators of control and reduce the reliance on mathematical calculations. The proposed amendments are expected to substantially modify the existing rules by requiring many vehicles that currently qualify for off-balance sheet treatment under U.S. generally accepted accounting principles to come onto the balance sheets of sponsoring institutions. The proposed amendments are more closely aligned with international standards than the current guidance. Most companies will be required to apply the changes in the reporting for off-balance sheet transactions on January 1, 2010.

The International Accounting Standards Board (IASB) is also revisiting its consolidation standards and is expected to issue an exposure draft by the end of 2008.

Unlike the sponsors of the structured products or the originators of the underlying assets, the structured product conduits generally are not reporting issuers. Accordingly, they are not subject to continuous disclosure requirements.

The Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) has indicated that it will be issuing further guidance in 2009 to strengthen disclosure requirements applicable to financial institutions that have securitization exposures and off-balance sheet exposure, including liquidity commitments provided to off-balance sheet entities. The guidance will extend to disclosure of methodologies and uncertainties related to valuations of securities that are illiquid. OSFI is a member of the BCBS.

The Committee supports the initiatives by international standard setters to improve disclosure by reporting issuers of risks related to off-balance sheet entities.



*Fair value measurement*

Fair-value accounting has been criticized on the basis that fair value can be difficult to estimate and is, therefore, unreliable. In addition, the resulting write-downs have adversely affected market prices leading to further write-downs. These write-downs had consequences such as forcing some issuers to liquidate assets to respond to higher margin calls, which perpetuated the cycle.

The IASB and FASB published a discussion paper called “Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments” in March 2008.<sup>27</sup> The purpose of the paper is to determine how to simplify and improve standards for financial reporting of financial instruments. It should be noted that the paper was not prepared in response to the Credit Turmoil. However, it is timely because it may have implications for reporting issuers with exposure to financial instruments, such as ABCP, that do not have a liquid market.

On September 16, 2008, the IASB Expert Advisory Panel issued a draft document, *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*. The draft document provides guidance for measuring and disclosing fair values.

The Committee will continue to monitor developments and other initiatives related to enhancing valuation practices and disclosure for fair valuation of financial instruments.

*(i) Request for comment*

The Committee is seeking comments on the proposed amendments to the short-term debt exemption. We specifically seek comments in response to the following questions:

- Should the CSA create a separate exemption for asset-backed short-term debt? If so, for what purpose? What should the terms of that exemption be? Should a requirement for an approved credit rating be included as a condition to exempt distributions of asset-backed short-term debt?
- One of the goals of the Committee is to prevent the use of the short-term debt exemption for distributions of complex products such as ABCP. Is the proposed definition of “asset-backed short-term debt” appropriate for defining the scope of the amended short-term debt exemption? If not, what is a more appropriate definition? Should the definition be tied only to multi-seller ABCP conduits or only to those that contain actual or potential exposure to previously securitized assets?
- Should distributions of asset-backed short-term debt be permitted under the accredited investor exemption or the \$150,000 exemption in Regulation 45-106?
- Should the CSA impose a disclosure requirement on exempt distributions of asset-backed short-term debt? If so, should the disclosure requirement apply to all such distributions (including distributions to institutional investors) or only to certain purchasers, such as

---

<sup>27</sup> Available at [www.iasb.org](http://www.iasb.org).



accredited investors who qualify by virtue of their income or net financial assets or investors who buy at least \$150,000?

- If a disclosure obligation is imposed on exempt distributions of asset-backed short-term debt, what should the requirements be? How would they differ from the disclosure required in a prospectus? What ongoing disclosure should be required?
- If a disclosure obligation is imposed on exempt distributions of asset-backed short-term debt, should the CSA require the same disclosure for asset-backed securities that are not short-term? What about for other complex securities sold on an exempt basis?
- Should the requirement to file a form and pay fees apply to exempt distributions of asset-backed short-term debt?

### 3. The use of credit ratings in securities legislation

Canadian securities legislation includes a number of references to credit ratings. Some of these provisions permit different treatment based on the credit rating. For example, highly rated short-term debt securities can be distributed under an exemption from registration and prospectus requirements,<sup>28</sup> can be distributed by short-form prospectus<sup>29</sup> and are eligible investments for money-market funds.<sup>30</sup>

Some commentators have argued that, by using credit ratings in Canadian securities legislation, regulators have effectively endorsed the ratings. Some have also suggested that such use creates value in ratings for issuers seeking lighter regulatory treatment (e.g. short-form prospectus eligibility) and contributes to the significant market power of CRAs.

The SEC is reviewing references to credit ratings in U.S. legislation. On July 1, 2008, the SEC issued three releases that include proposals to eliminate a number of the credit rating references.<sup>31</sup> The Committee is analyzing whether the approach taken by the SEC could inform its proposals to maintain, modify or delete references to credit ratings in Canadian securities legislation. The Committee will monitor any changes made to the SEC's proposals following the SEC's comment process.

The European Commission has announced that it is also considering whether to reduce reliance on credit ratings in European legislation. The Committee will monitor any proposals made by the European Commission with respect to the use of credit ratings in European legislation.

In the current regulatory regime, CRAs are not subject to formal securities regulatory oversight or to a statutory liability regime. Though the Committee is proposing to address this through the CRA Framework, it thinks it is nonetheless appropriate at this time to consider whether to minimize the CSA's reliance on credit ratings because of the implications discussed above of relying on credit ratings in regulatory instruments.

<sup>28</sup> See section 2.35 of Regulation 45-106.

<sup>29</sup> See sections 2.3, 2.4 and 2.6 of *Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions*

<sup>30</sup> See the definition of "money market fund" in section 1.1 of Regulation 81-102.

<sup>31</sup> See Release No. 33-8940; 34-58071, Release No. IC-28327; IA-2751 and Release No. 34-58070.

The Committee is considering how credit ratings are used in Canadian securities regulation. For each regulation or policy statement that contains references to credit ratings, the Committee is considering whether to maintain, eliminate or modify the reference and whether an alternative proxy to credit ratings is appropriate.

#### ***CSA Proposal #4***

#### ***4. The Committee is considering whether to reduce the reliance on credit ratings in Canadian securities legislation.***

For the following references to credit ratings, the Committee is considering specific possible alternatives to the use of credit ratings:

- as qualification criteria for the short form prospectus and shelf prospectus systems in *Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions* (Regulation 44-101) and *Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions* (Regulation 44-102), respectively
- as a condition to the guaranteed debt exemption in section 2.34 of Regulation 45-106
- in the definition of “designated credit support securities” for the purposes of section 13.4 of *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Requirements* (Regulation 51-102), and
- as criteria for permitting the aggregation of short-term debt instruments in an investment fund’s statement of investment portfolio under section 3.5 of *Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure* (Regulation 81-106) (discussed below under “Investments by mutual funds in ABCP”).

For other uses of credit ratings in Canadian securities legislation, the Committee will continue to consider whether an appropriate alternative proxy can be identified and whether that proxy should be substituted for the credit rating use.

#### ***(a) Short-form and shelf prospectus eligibility***

Under sections 2.3, 2.4 and 2.6 of Regulation 44-101, an approved credit rating is one of the qualification criteria for distributing the following types of securities by short-form prospectus:

- non-convertible debt-securities
- guaranteed non-convertible debt securities
- non-convertible preferred shares and non-convertible cash settled derivatives (if the guarantor does not have an equity listing), and
- asset-backed securities.

Sections 2.3, 2.4 and 2.6 of Regulation 44-102 include similar qualification criteria for shelf prospectuses.

The U.S. has similar investment-grade credit rating criteria for qualifying to register securities on Form S-3 or Form F-3. As part of its July 1, 2008 release<sup>32</sup>, the SEC is proposing to delete the credit rating requirement and replace it with the requirement that the issuer has issued for cash more than US\$1 billion in non-convertible securities, other than common equity, through registered primary offerings over the prior three years. The SEC considers that issuers that meet this criteria would have a wide following in the marketplace.

Prior to amendments effective December 30, 2005 (the December 2005 Amendments), Regulation 44-101 included a minimum market capitalization requirement as one of the short-form eligibility criteria. The December 2005 Amendments eliminated the capitalization thresholds as qualification criteria for short-form eligibility. At that time, the CSA's rationale for the amendments was to not exclude issuers from accessing the streamlined and efficient procedures of the short-form system based on size alone.

The December 2005 Amendments significantly broadened the number of equity issuers that could qualify for the short-form system without doing the same for debt-only issuers. Currently, an issuer is eligible to distribute any debt under a short-form prospectus, including unrated debt or debt rated below an approved credit rating, if the issuer has an equity listing (including a listing on the Toronto Stock Exchange, the TSX Venture Exchange or the CNQ) and meets the other basic qualification criteria set out in section 2.2 of Regulation 44-101.

The Committee is considering whether it would be appropriate to broaden the number of debt-only issuers that could qualify for the short-form system by eliminating the credit rating requirement in sections 2.3, 2.4 and 2.6 of Regulation 44-101 without introducing an alternative criterion. The Committee will also consider whether it is appropriate to make equivalent amendments to the credit rating uses in the qualification criteria of Regulation 44-102.

**(b) *Guaranteed debt exemption***

The Committee is considering removing the reference to credit ratings for the guaranteed debt exemption in section 2.34 of Regulation 45-106. Currently, distributions of debt securities of a foreign government can be exempt from the prospectus requirement if the securities have an approved credit rating.

One possible alternative approach would be to limit the availability of the guaranteed debt exemption to debt securities issued or guaranteed by governments of countries whose risk of default in payment is comparable to that of Canadian governments. These countries would be identified in a list of designated foreign jurisdictions using a concept similar to the list of designated foreign jurisdictions in *Regulation 71-102 respecting Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers*.

**(c) *Alternative credit support***

Section 13.4 of Regulation 51-102 allows a credit support issuer to rely on the continuous disclosure record of its credit supporter for the purposes of complying with its continuous

---

<sup>32</sup> See Release No. 33-8940; 34-58071.

disclosure obligations. The credit support issuer must, however, meet certain requirements, one of which is that they can only issue certain types of securities, including “designated credit support securities”.

In order for a security to be considered a designated credit support security, the credit supporter must provide either “alternative credit support” or a full and unconditional guarantee of the payments to be made by the credit support issuer. To qualify, the alternative credit support must result in the securities receiving the same credit rating as, or a higher credit rating than, the credit rating they would have received if payment had been fully and unconditionally guaranteed by the credit supporter, or would result in the securities receiving such a rating if they were rated.

The purpose of this credit rating use is to provide the basis upon which issuers can conclude that the credit risk of a security for which alternative credit support has been provided is the same as the credit risk under a full and unconditional guarantee.

A possible alternative to the credit rating reference in the definition of “designated credit support securities” would be to require that the relative credit risk be determined by the issuer. In other words, to qualify, the alternative credit support would have to result in the securities having the same credit risk as, or a lower credit risk than, the credit risk they would have had if payment had been fully and unconditionally guaranteed by the credit supporter.

Under this scenario, credit ratings could continue to be used to inform this analysis. However, rather than implying that issuers should rely solely on credit ratings, the Committee expects that issuers would assess the credit risk associated with the alternative credit support compared with a full and unconditional guarantee and make an independent decision.

The Committee notes the definition of “full and unconditional credit support” in *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements* includes a similar concept. If amendments are made to the definition of “designated credit support securities” in Regulation 51-102, the equivalent amendments should be made in Regulation 41-101.

**(d) Request for comment**

The Committee is seeking comments on its preliminary views relating to the use of credit ratings in Canadian securities rules and policies. We specifically seek comments in response to the following questions:

- Should the CSA reduce its reliance on credit ratings in Canadian securities rules and policies?
- Do you think that any of the alternatives to credit rating uses identified above would be a better substitute for a credit rating?

#### **4. The role of intermediaries**

CSA staff have been conducting compliance reviews relating to the role of intermediaries that are registrants in the sale of ABCP to investors. Starting in August 2007, CSA staff reviewed bank-owned and non-bank owned investment counsel and portfolio managers to better understand their valuation methods and due diligence processes in recommending purchases of ABCP. As part of their regular compliance reviews, CSA staff are also asking registrants about any exposure to ABCP in their client holdings.

Also starting in August 2007, CSA staff sent surveys to investment fund managers and portfolio managers on exposure to ABCP in their money market funds and other mutual funds to understand the extent of exposure to, and valuation of, bank-sponsored and non-bank sponsored ABCP.

In January 2008, IIROC undertook a regulatory review of non-bank sponsored ABCP programs in Canada and carried out a compliance sweep of all IIROC dealer members that manufactured and/or distributed the product to customers. That compliance review is described in more detail below under “Know-your-client and suitability obligations”.

As a separate enforcement matter, IIROC is investigating certain aspects of the distribution by registrants of ABCP. That enforcement effort includes inquiring into complaints made by purchasers of ABCP, including whether specific misrepresentations were made to investors in connection with the sale of ABCP. IIROC does not publicly comment on its investigations. IIROC will address each case to determine whether any specific regulatory or enforcement action is appropriate.

Depending on the outcome of these various initiatives, the CSA will work with IIROC to address any issues.

#### **CSA Proposal #5**

##### ***5. The Committee proposes that the CSA co-ordinate with IIROC the various regulatory initiatives focused on addressing the role of intermediaries that are registrants with respect to asset-backed securities such as ABCP.***

There are two significant issues relating to the role of intermediaries that are registrants:

- whether investment advisers and dealers satisfied their know-your-client and suitability obligations in selling ABCP (including the representations or advice given in connection with the sale of ABCP), and
- the conflicts of interest faced by intermediaries in selling ABCP.

##### ***(a) Know-your-client and suitability obligations***

The CSA is working closely with IIROC to evaluate the need to clarify and/or enhance the know-your-client and suitability obligations of registrants and the manner in which they are

implemented. This will ensure that any regulatory response directed at registrants is co-ordinated and consistently applied among all self-regulatory organization (SRO) member registrants and non-SRO member registrants.

The IIROC regulatory review and compliance sweep examines the liquidity crisis that resulted in the freezing of all Canadian non-bank sponsored ABCP in August 2007 and the effect on retail customer holdings. The compliance sweep covered all IIROC dealer members identified as either a manufacturer and/or distributor of non-bank sponsored ABCP. It covered know-your-client and suitability obligations, product due diligence, risk management processes, marketing materials and advisor training at these firms. It included the gathering of relevant policies, procedures and documents and interviews of dealer member personnel involved in all aspects of non-bank sponsored ABCP manufacturing and distribution. IIROC's findings and recommendations will be included in its report expected to be released in the fall of 2008.

*(b) Conflicts of interest for intermediaries*

*CSA Proposal #6*

***6. The Committee will review the definitions of “related issuer” and “connected issuer” in Regulation 31-103 to ensure that these definitions capture issuers of ABCP and similar products.***

Conflicts of interest can occur when one or more of the manufacturer, issuer, underwriter or dealer selling securities are related parties. Some dealers or advisers may have had potential conflicts of interest because of their roles in both manufacturing and selling these products. Conflicts can interfere with the basic objective of securities legislation that investors purchase securities through an objective process free from conflicts of interest. Related parties acting as dealer or adviser recommending ABCP and as the originator/seller in securitizing the assets underlying ABCP and similar products may create potential conflicts of interest that could affect pricing, standards of disclosure or suitability assessments.

Proposed Regulation 31-103 includes broad conflicts of interest provisions (Part 6 - Conflicts of Interest)<sup>33</sup> and imposes an obligation on registrants to identify and respond to all conflicts of interest. Proposed Regulation 31-103 also requires a registered firm to provide a disclosure statement that lists all related or, in the course of a distribution, connected issuers and a statement of the nature of the relationship with related or connected issuers.

However, the provisions of the proposed Regulation 31-103 rely on the definitions of “related issuer” and “connected issuer” found in *Regulation 33-105 respecting Underwriting Conflicts*. These definitions are premised on the relevant entities holding a specified percentage of voting rights. Currently, most issuers of ABCP and similar products are not structured as corporations, which means that the conflicts provisions in Regulation 31-103 may not apply to them. The Committee is reviewing these definitions to ensure that the conflicts regime applies to ABCP and similar structured products.

<sup>33</sup> Proposed Regulation 31-103 was released for comment on February 29, 2008.

## 5. Investments by mutual funds in ABCP

The impact of the Credit Turmoil has raised a number of issues specific to mutual funds. Our research showed that some retail money market funds were exposed to non-bank sponsored ABCP that was frozen in August 2007. A few of these funds held close to 10% of their net assets in one non-bank sponsored ABCP issuer. Three retail equity funds held almost one-third of their net assets in non-bank sponsored ABCP as cash cover for derivative positions entered into by the funds.

The related mutual fund managers or other related entities voluntarily bought all of the frozen ABCP from the funds at par plus accrued interest. This ensured that retail mutual fund investors would not incur losses from these investments.

### *CSA Proposal #7*

#### *7. The Committee proposes to review:*

- i. whether a concentration restriction in Regulation 81-102 for money market funds is appropriate, and if so, whether the current 10% concentration restriction is appropriate*
- ii. whether to further restrict the types of investments (such as asset-backed short-term debt) a money market fund can make*
- iii. whether assets such as asset-backed short-term debt are appropriate as eligible assets in the definition of “cash cover” and “qualified security”, and*
- iv. whether short-term debt investments, including ABCP with a specified credit rating, should be permitted to be aggregated in a statement of investment portfolio.*

#### *(a) Money market funds*

Under Regulation 81-102, a mutual fund must meet certain criteria to call itself a money market fund. The definition of “money market fund” limits the types of investments that the fund can make, the term to maturity of those investments (which must be 365 days or less) and the dollar-weighted average term to maturity of the entire investment portfolio (which must not exceed 90 days). In addition, retail mutual funds (including money market funds) are prohibited from investing more than 10% of their net assets in any one issuer.

ABCP that has an “approved credit rating” is an eligible investment for money market funds. Therefore, a money market fund could invest up to 100% of its assets in ABCP of 10 different ABCP issuers, if all the ABCP had an “approved credit rating”.

In reviewing whether any changes are required to the money market fund regime, the Committee noted that U.S. money market funds are subject to a 5% concentration limit on investments in



one single issuer<sup>34</sup>. Given the recent events in the credit markets and the commonly held view that money market funds are low-risk investments, the Committee proposes reassessing the concentration limits for mutual funds to determine whether existing concentration limits are an effective means of ensuring money market funds are adequately diversified, maintain an appropriate low-risk profile, and are able to meet redemption demands.

The Committee also proposes consideration of whether our rules should further restrict money market funds from investing in other types of assets, including ABCP.

**(b) *Cash cover and investment of cash collateral***

Retail mutual funds are required to hold cash cover for derivatives positions.<sup>35</sup> They may reinvest cash received under a securities lending or repurchase transaction in a list of qualified securities.<sup>36</sup> ABCP with an approved credit rating is an eligible asset for both cash cover and investment of cash proceeds under securities lending and repurchase transactions. The Committee proposes reconsidering the types of assets that are eligible for cash cover or as a qualified security, including ABCP.

**(c) *Statement of investment portfolio***

Regulation 81-106 permits investment funds to aggregate in their statement of investment portfolio all short-term debt instruments issued by banks and trust companies and short-term debt instruments that have an investment rating within the highest or next highest categories of an approved credit rating organization.<sup>37</sup> This provision permits investment funds to aggregate their ABCP holdings if the instrument meets the rating requirement.

The Committee will consider whether it is appropriate to remove the option for investment funds to aggregate disclosure of short-term instruments in the statement of investment portfolio.

**(d) *Request for comment***

The Committee is seeking comments on these proposals. In addition, we specifically seek comments in response to the following questions:

- One of the goals of the Committee is to reduce reliance on credit ratings in securities legislation, where appropriate. Is the SEC proposal to replace the ratings test for money market funds with a “minimal credit risk” test (as determined by the board of directors of the money market fund) for investment eligibility a better approach than relying on credit ratings

<sup>34</sup> The 5% concentration restriction for U.S. money market funds is not part of the recently published SEC proposals (see Release No. IC-28327). The primary focus of the SEC proposals affecting U.S. money market funds is to eliminate a number of the credit rating references, including the use of credit ratings as part of the factors for determining the eligibility of investments for money market funds. The credit ratings test for eligibility has been replaced by a “minimal credit risk” test. The board of directors of the money market fund would be charged with making this determination.

<sup>35</sup> See definition of “cash cover” in subsection 1.1 and section 2.8 of Regulation 81-102.

<sup>36</sup> See definition of “qualified securities” in subsection 1.1, and the use of that term in clauses 2.12(1)6(b), 2.12(2)(a) and 2.13(2)(a) of Regulation 81-102.

<sup>37</sup> Subsection 3.5(4) of Regulation 81-106.



for investment eligibility?<sup>38</sup> If so, given that most mutual funds in Canada do not have a board of directors, who would perform this function? Would a “minimum credit risk” test make it more difficult to manage a money market fund or create greater uncertainty and unintended risks?

- Given the impact of ABCP on mutual funds, are any other regulatory changes needed? Would guidance be more effective at helping mutual fund managers and portfolio managers understand the factors they need to consider when determining an appropriate investment mix for their money market funds?

#### **Factors that the CSA will continue to monitor**

The Committee is making proposals in areas that directly involve the securities regulatory regime. The Committee proposes that the CSA not directly address at this time the following factors that contributed to the Credit Turmoil. Instead, the Committee will continue to monitor these factors and consider whether the CSA should be involved, depending on the market and other regulatory responses.

- (i) **The disconnection of risk in the originate-to-distribute banking model.** The originate-to-distribute model relates to structural issues affecting the banking and financial sectors. These issues are best addressed by banking regulators who can impose substantive rules on the process of mortgage origination, if appropriate. Proposals to improve this model include the requirement that an originator of a structured product retain some interest in an investment (i.e. to “keep skin in the game”). This issue has been less important in the Canadian market because subprime mortgages were generally not originated in Canada.
- (ii) **Reliance on potentially flawed CRA rating methodologies for structured products.** Each of the major CRAs has announced initiatives to improve their rating methodologies. The Committee thinks that securities regulators should not directly regulate CRA methodologies and assumptions. The proposed CRA Framework reflects this approach. As discussed above, the SEC is restricted from directly regulating rating methodologies.
- (iii) **Poor risk management processes of banks.** Banking regulators and other organizations such as the FSF are examining responses to the identified failures of risk management that became apparent in some institutions as a result of the Credit Turmoil. IIROC is also considering risk management practices as part of its review of the role of intermediaries that are registrants.
- (iv) **Undue reliance on credit ratings by investors and intermediaries.** The Code of Conduct requires better disclosure by CRAs of the meaning of a rating, and CRAs are taking steps to improve that disclosure. In addition, as a result of the Credit Turmoil, investors should now have a better understanding of the meaning of a credit rating and the diligence required on their part in buying ABCP. The CSA is indirectly addressing this issue through its proposal for a CRA Framework that will require compliance with the “comply or explain” obligation of the IOSCO Code of Conduct. In addition, the Committee expects that, if a disclosure requirement is adopted as part of the CRA

<sup>38</sup> See SEC release IC-28327; IA 2751.

Framework, that requirement should provide investors with information that can assist them in performing their own due diligence.

- (v) **Accounting-related issues.** As discussed above, FASB has proposed amendments to disclosure of off-balance sheet interests. The IASB is expected to issue an exposure draft on its consolidation standards by the end of 2008. The accounting standards setters will also determine whether additional guidance is necessary around fair value accounting.
- (vi) **Derivative instruments.** The Federal Reserve Bank of New York and other international supervisors are looking to improve the infrastructure of the over-the-counter derivatives market. The FSF has also made recommendations in this area. The main objectives of these initiatives include standardizing and automating trade processing, and developing a central counterparty for credit default swaps with robust risk management oversight.

\* \* \* \* \*

### Request for comments

The CSA is publishing this consultation paper for a 75-day comment period. Please send your comments in writing on or before December 20, 2008. All submissions should refer to "CSA Consultation Paper 11-405". This reference should be included in the subject line if the submission is sent by e-mail. If you are not sending your comments by e-mail, you should also send us a diskette containing the submissions in Word in Windows format.

Please address your submission to the following securities regulators:

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Ontario Securities Commission  
 Autorité des marchés financiers

Please send your comments **only** to the addresses below. Your comments will be forwarded to the other CSA member jurisdictions.

John Stevenson, Secretary  
 Ontario Securities Commission  
 20 Queen Street West  
 Suite 1900, Box 55  
 Toronto, Ontario  
 M5H 3S8  
 Fax: (416) 593-2318  
 e-mail: [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

Me Anne-Marie Beaudoin  
 Secrétaire de l'Autorité  
 Autorité des marchés financiers  
 800, square Victoria, 22e étage  
 C.P. 246, Tour de la Bourse

Montréal, Québec  
 H4Z 1G3  
 Fax : (514) 864-6381  
 e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

All comments will be posted on the OSC website at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca) and the websites of the other CSA jurisdictions. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

### Questions

Please refer your questions to any of:

Erez Blumberger  
 Manager, Corporate Finance  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-3662  
[eblumberger@osc.gov.on.ca](mailto:eblumberger@osc.gov.on.ca)

Jeffrey Klam  
 Legal Counsel, Corporate Finance  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 595-8932  
[jkklam@osc.gov.on.ca](mailto:jkklam@osc.gov.on.ca)

Neeti Varma  
 Senior Accountant, Corporate Finance  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-8067  
[nvarma@osc.gov.on.ca](mailto:nvarma@osc.gov.on.ca)

Paul Redman  
 Acting Manager, Economic Analysis, Strategy  
 & Project Planning  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-2396  
[predman@osc.gov.on.ca](mailto:predman@osc.gov.on.ca)

Pat Chaukos  
 Assistant Manager, Compliance & Registrant  
 Regulation  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-2373  
[pchaukos@osc.gov.on.ca](mailto:pchaukos@osc.gov.on.ca)

Darren McKall  
 Assistant Manager, Investment Funds  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-8118  
[dmckall@osc.gov.on.ca](mailto:dmckall@osc.gov.on.ca)

Maxime Paré  
 Senior Legal Counsel, Market Regulation  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-3650  
[mpare@osc.gov.on.ca](mailto:mpare@osc.gov.on.ca)

Charles Piroli  
 Legal Counsel, Compliance & Registrant  
 Regulation  
 Ontario Securities Commission  
 (416) 593-8243  
[cpiroli@osc.gov.on.ca](mailto:cpiroli@osc.gov.on.ca)

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

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

October 6, 2008

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

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