

Avis de consultation

Projet de Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés

Projet de Règlement 51-106 sur les obligations d'information continue applicables aux produits titrisés

Projet de Règlement modifiant le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs

Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription

Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-102 sur la revente de titres

Projets de modifications corrélatives

Le 1^{er} avril 2011

1. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de règlements, notamment de modification, portant sur les produits titrisés (les « projets de règlements sur les produits titrisés »), lesquels instituent un nouveau régime d'encadrement des produits titrisés au Canada. Les projets de règlements sur les produits titrisés comptent deux grands volets :

1. des obligations d'information étendues concernant les produits titrisés émis par les émetteurs assujettis;
2. de nouvelles règles restreignant la catégorie d'investisseurs autorisés à acquérir des produits titrisés sous le régime d'une dispense de prospectus (sur le « marché dispensé »), et obligeant les émetteurs de produits titrisés à fournir de l'information au moment du placement et en continu par la suite.

Les projets de règlements sur les produits titrisés se composent des documents suivants, que nous publions pour une période de consultation de 90 jours :

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

- l'Annexe 52-109AT1N, *Attestation des documents annuels déposés de nouveau – Émetteur de produits titrisés*;

- l'Annexe 52-109AT1 – Notice annuelle, *Attestation des documents annuels en raison du dépôt volontaire d'une notice annuelle – Émetteur de produits titrisés*;

- l'Annexe 52-109AT2, *Attestation des documents intermédiaires – Émetteur de produits titrisés*;

- l'Annexe 52-109AT2N, *Attestation des documents intermédiaires déposés de nouveau – Émetteur de produits titrisés*;

(ensemble, le « projet de règlement de modification sur les attestations »);

- les projets de règlements de modification suivants :

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »), lequel comprend les projets d'annexes suivants :

- l'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme*;

- l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information périodique sur les produits titrisés à court terme placés sous le régime d'une dispense de prospectus*;

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 45-102 sur la revente de titres* (le « Règlement 45-102 »);

(ensemble, les « projets de règlements de modification sur les placements dispensés »);

- les projets de règlements de modifications corrélatives suivants :

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le « Règlement 41-101 »);

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (le « Règlement 44-101 »);

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 »);

(ensemble, les « projets de règlements de modifications corrélatives »).

Pour le moment, nous ne publions pas de projets d'instructions générales. Nous en élaborerons lorsque nous analyserons les commentaires reçus dans le cadre de la consultation.

Les textes des projets de règlements sur les produits titrisés sont publiés avec le présent avis. Certains territoires peuvent inclure de l'information additionnelle.

Les documents susmentionnés sont également diffusés sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
 www.albertasecurities.com
 www.bcsc.bc.ca
 www.gov.ns.ca/nssc
 www.nbsc-cvmnb.ca
 www.osc.gov.on.ca

www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

On trouvera de plus amples détails sur le déroulement de la consultation dans la section « Consultation ».

2. Contexte – Les avantages et les risques de la titrisation

a) Qu'est-ce que la titrisation et pourquoi est-elle importante?

La titrisation s'entend de la technique consistant à se servir d'une entité ad hoc pour créer des titres (appelés produits titrisés) donnant aux porteurs le droit à des paiements issus des flux de trésorerie générés par un portefeuille d'actifs financiers détenus par l'entité ad hoc. Au Canada, les créances sur cartes de crédit, les créances sur location de voiture et les créances hypothécaires résidentielles comptent parmi les types d'actifs financiers les plus répandus. Plus rarement, les actifs peuvent être eux-mêmes des produits titrisés, tels que des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (par la technique dite de la retitrisation), ou des « actifs synthétiques » créés au moyen de dérivés.

La titrisation peut favoriser l'offre de crédit et, ainsi, procurer des avantages économiques majeurs. Selon les auteurs d'un article récent :

La titrisation représente une importante source de financement au sein de l'économie. En transformant des actifs financiers non négociables en instruments négociables, elle peut accroître l'offre de crédit au-delà de ce que peuvent mobiliser, à eux seuls, les banques et autres intermédiaires financiers.¹

Or, comme l'a révélé la récente crise financière mondiale, en l'absence de réglementation adéquate, les marchés de la titrisation peuvent devenir une source de risque systémique. La débâcle du marché de la titrisation des prêts à risque aux États-Unis s'est répandue comme une onde de choc sur d'autres marchés, puis sur l'ensemble de l'économie américaine et mondiale, et s'est avérée l'un des principaux facteurs à l'origine de la crise financière.

Les produits titrisés ont en commun certaines caractéristiques de base qui les distinguent des titres de créance ordinaires, notamment les suivantes :

- *Le modèle « octroyer et céder »* – Selon ce modèle, aussi connu sous le nom de « *originate-to-distribute* », l'initiateur des prêts (comme une banque) regroupe les prêts en portefeuilles et les vend à des entités ad hoc hors bilan, de sorte qu'elle ne supporte plus le risque contractuel de défaillance. Ce modèle, véritable fondement de la titrisation, est particulièrement vulnérable aux conflits d'intérêts, parce que chaque partie intervenant dans l'opération de titrisation y trouve une incitation différente. Par exemple, l'initiateur est incité à maximiser l'octroi de prêts plutôt qu'à sélectionner les emprunteurs avec prudence, tandis que les arrangeurs sont incités à maximiser le placement à court terme de produits et à structurer les flux financiers plutôt qu'à atténuer les risques liés aux produits.

- *Transformation du risque de crédit par des techniques de financement structuré* – Une autre caractéristique des produits titrisés consiste à recourir à des techniques de financement structuré (comme le regroupement en portefeuilles ou en tranches) afin de transformer le risque de crédit lié aux actifs sous-jacents. Les risques inhérents à certaines de ces techniques est difficile à mesurer, même pour le plus averti des investisseurs. À titre d'exemple, les investisseurs n'ont peut-être pas tous su évaluer à quel point la performance attendue des produits titrisés pourrait être sensible aux changements dans les hypothèses servant à la modélisation du risque de crédit, en particulier *i*) la probabilité de défaillance et la valeur de recouvrement, *ii*) la corrélation des défaillances entre tranches et *iii*) la détérioration des conditions économiques d'ensemble.

¹ Scott Hendry, Stéphane Lavoie et Carolyn Wilkins, « Produits titrisés, communication d'informations et réduction du risque systémique », Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin 2010, p. 55-64.

b) Propositions d'encadrement de la titrisation sur la scène internationale

Certains organismes internationaux et d'autres instances ont formulé des propositions pour améliorer l'encadrement de la titrisation, notamment les suivantes :

- « *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities* » (les « principes de l'OICV sur l'information relative aux TAA »), de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières (« OICV »);
- « *Unregulated Financial Markets and Products – Final Report* », du groupe de travail du Comité technique de l'OICV;
- l'avis de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») américaine sur le projet de réglementation relative aux titres adossés à des actifs et autres produits de financement structuré, publié en avril 2010 (la « proposition de la SEC d'avril 2010 »).

En outre, la loi américaine intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (la « Loi Dodd-Frank »), promulguée en juillet 2010, comporte certaines dispositions sur la titrisation. La SEC a également introduit des règlements mettant en œuvre certaines dispositions de la Loi Dodd-Frank qui exigent de l'information étendue sur les déclarations et les garanties et prévoient l'analyse, par l'émetteur, des actifs sous-jacents aux actifs des produits titrisés, et a publié des projets de règlements relatifs à la rétention du risque (la proposition de la SEC d'avril 2010 et la Loi Dodd-Frank sont collectivement désignées ci-après les « mesures américaines en matière de titrisation »).

c) Mesures prises par les ACVM en réponse à la crise financière

L'économie canadienne n'a pas échappé aux effets de la crise financière mondiale. Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a connu de fortes turbulences, notamment le gel de 32 milliards de dollars de PCAA non bancaire en août 2007. Dans le Document de consultation 11-405, *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*, publié en octobre 2008 (le « Document de consultation 11-405 »), les ACVM ont formulé notamment des propositions de réglementation en matière de vente de PCAA. Depuis, elles ont élargi leur angle d'approche à tous les produits titrisés et à leur placement, que ce soit dans le public sous le régime du prospectus ou sur le marché dispensé sous le régime d'une dispense de prospectus.

Dans la dernière année, les ACVM ont en outre lancé des consultations sur les documents suivants dans le cadre de leurs travaux relatifs à la crise financière :

- le projet de *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le « Règlement 25-101 »), qui traite de la surveillance des agences de notation;
- le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, qui expose des propositions générales en matière de réglementation du commerce des dérivés.

3. Objet des projets de règlements sur les produits titrisés

Les projets de règlements sur les produits titrisés institueront un nouveau régime d'encadrement des produits titrisés au Canada. Ils comportent deux grands volets :

1. des obligations d'information étendues concernant les produits titrisés émis par les émetteurs assujettis;
2. de nouvelles règles restreignant la catégorie d'investisseurs autorisés à acquérir des produits titrisés sous le régime d'une dispense de prospectus (sur le « marché

dispensé »), et obligeant les émetteurs de produits titrisés à fournir de l'information au moment du placement et en continu par la suite.

Les projets de règlements de modification sur les placements dispensés marquent une rupture avec le régime réglementaire actuel du marché dispensé.

Nous avons élaboré les projets de règlements en nous guidant sur trois principes généraux :

1. les règlements devraient viser les objectifs suivants, d'une manière qui favorise l'efficacité du marché :

- procurer aux investisseurs qui acquièrent des produits titrisés l'information nécessaire pour comprendre les caractéristiques et les risques des produits et évaluer s'ils conviennent à leurs objectifs d'investissement;
- assurer aux investisseurs un accès à l'information lorsqu'ils en ont besoin pour évaluer les produits au moment d'investir et en continu par la suite.

2. Les règlements devraient faciliter la transparence sur le marché de la titrisation afin qu'il puisse continuer à fonctionner même dans les périodes de tensions financières. Le risque de voir les difficultés survenant sur le marché de la titrisation se propager à d'autres marchés puis à l'ensemble de l'économie et, ainsi, alimenter le risque systémique, s'en trouvera réduit. Le risque systémique est un sujet sur lequel la réglementation revêt une importance particulière, car on peut douter que les ententes convenues en privé entre les acteurs du marché y remédient adéquatement.

3. Les règlements devraient prendre en compte les spécificités du marché canadien de la titrisation. En particulier, ils devraient répondre aux risques liés aux types de produits titrisés propres au Canada, sans limiter indûment l'accès des investisseurs à ces produits. Le Canada a été fortement ébranlé par la crise du PCAA en août 2007. Il n'empêche que, pour plusieurs raisons, le marché canadien de la titrisation n'a pas connu de bulle des prêts hypothécaires à risque.

Nous avons choisi pour l'instant de soumettre à la consultation certaines des obligations centrales prévues dans les mesures américaines en matière de titrisation, plutôt que de proposer leur introduction. Nous avons fait ce choix lorsqu'il nous apparaît nécessaire de recueillir davantage de commentaires et d'approfondir l'analyse en vue d'établir *a*) si les obligations proposées atteindront leurs objectifs et, en l'occurrence, quelles devraient être les modalités ou *b*) si elles conviennent au contexte canadien. Nous souhaitons recueillir des commentaires en particulier sur les types d'obligations suivants :

- les obligations imposant une structure particulière de titrisation, comme d'exiger que les promoteurs ou d'autres parties aux opérations conservent une ou des tranches minimales de produits titrisés (autrement dit, qu'ils prennent personnellement une part du risque);
- les obligations de diligence raisonnable, comme d'obliger l'émetteur à analyser les actifs en portefeuille;
- les obligations exigeant ou restreignant la participation de certaines parties aux opérations de titrisation, par exemple imposer des obligations d'indépendance ou des restrictions en matière de conflits d'intérêts;
- les obligations exigeant la communication de nouvelles informations qui, selon nous, diffèrent considérablement du type d'information actuellement fournie en vertu des contrats d'opérations, telles que de l'information au niveau de l'actif ou du prêt, la fourniture d'un programme informatisé de paiements en cascade, et le dépôt, par les

Pour l'heure, nous n'envisageons pas d'éliminer les notations comme critères d'admissibilité aux régimes de prospectus simplifié et de prospectus préalable.

On trouvera dans la section **Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés** des questions portant sur ces points.

Par ailleurs, l'encadrement des agences de notation et de leur rôle dans les marchés de valeurs mobilières en général s'effectuera par le biais d'autres projets, tels que le projet de Règlement 25-101, qui traite de la surveillance des agences de notation. Nous avons également entamé une révision générale des dispenses de prospectus, en particulier de la dispense en faveur de l'investisseur qualifié et de la dispense pour investissement d'une somme minimale.

4. Résumé des projets de règlements sur les produits titrisés

a) Champ d'application – nouvelle définition de « produit titrisé »

Nous proposons d'introduire par le projet de Règlement 41-103 une définition de « produit titrisé » qui délimiterait le champ d'application des projets de règlements sur les produits titrisés (sous réserve des exclusions décrites ci-dessous). Cette définition, qui se veut large, comprend les titres donnant droit à des paiements issus d'actifs financiers générateurs de liquidités, tels que des prêts, des baux et des créances, de même que les titres adossés à des actifs qui sont eux-mêmes des titres, tels que des obligations et d'autres produits titrisés comme des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles. La définition englobe également les titres donnant droit à des paiements découlant d'actifs « synthétiques », comme des swaps sur défaillance ou d'autres dérivés.

La définition de « titre adossé à des créances » actuellement prévue par le Règlement 51-102 demeure la même.

En revanche, les projets de règlements sur les produits titrisés ne s'appliqueront pas aux titres suivants :

- les obligations sécurisées;
- les titres émis par une entité de placement hypothécaire, à l'exception des titres de créance.

L'obligation sécurisée est un titre de créance émis par une institution financière. Les paiements sur le titre sont garantis par une autre entité, telle qu'une entité ad hoc, qui détient un portefeuille d'actifs financiers générateurs de liquidité créés par l'institution financière. Ces actifs sont de première qualité, par exemple des prêts hypothécaires résidentiels de premier rang. Puisque l'obligation sécurisée, du moins dans sa structure actuelle, est essentiellement une créance de l'institution financière, la garantie ou le portefeuille d'actifs jouant le rôle de rehaussement de crédit, elle ne semble pas soulever les mêmes problématiques que les produits titrisés ordinaires.

Nous proposons également d'exclure de l'application des nouvelles obligations les titres, autres que les titres de créance, émis par les « entités de placement hypothécaire » pour plusieurs raisons. Nous avons entrepris l'analyse réglementaire de ces entités dans le cadre de travaux distincts.

On trouvera dans la section **Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés** des questions portant sur ces points.

b) Résumé du projet de règlement relatif au prospectus

Le projet de règlement relatif au prospectus prévoit la présentation d'information particulière aux produits titrisés dans le prospectus servant au placement. Les nouvelles obligations d'information se veulent conformes aux Principes de l'OICV sur l'information relative aux TAA, de même qu'aux dispositions actuelles de la *Regulation AB* (« Reg AB ») de la SEC sur l'information à fournir en vue d'inscrire des titres adossés à des actifs. Nous avons également repris des éléments que nous jugeons pertinents parmi les mesures américaines en matière de titrisation. Nous souhaitons rehausser la cohérence et la comparabilité de l'information fournie dans le prospectus.

Si nous ne proposons pas de modifier les critères d'admissibilité aux régimes de prospectus simplifié ou de prospectus préalable pour le moment, notons que, parmi les produits titrisés, seuls les titres adossés à des actifs sont admissibles à ces régimes et le demeureraient.

L'information à fournir dans tout prospectus servant à placer des produits titrisés est prévue à l'Annexe 41-103A1. Comme la plupart des produits titrisés placés au moyen d'un prospectus sont des titres adossés à des actifs, nous avons rédigé les obligations d'information en conséquence. Cependant, nous nous attendons à ce que les émetteurs de tous les types de produits titrisés tiennent compte de chacune des rubriques d'information de l'annexe et qu'ils évaluent de manière effective si une rubrique donnée s'applique à leur produit titrisé ou à leur opération de produits titrisés.

Suit ci-dessous un résumé de l'information à fournir conformément à l'Annexe 41-103A1.

Rubrique 1 – Parties ayant des fonctions et des responsabilités significatives

Le prospectus doit indiquer et décrire les fonctions et responsabilités de chacune des parties suivantes à l'opération de produits titrisés :

- le promoteur;
- l'arrangeur;
- le déposant;
- l'initiateur;
- l'émetteur;
- le gestionnaire;
- le fiduciaire;
- toute autre partie ayant un rôle important dans l'opération de produits titrisés, telle qu'un dépositaire, un cédant intermédiaire ou un fournisseur de liquidités du marché secondaire.

S'il existe certaines relations entre ces parties, le prospectus doit fournir de l'information sur ces relations.

Le prospectus doit en outre indiquer si l'une ou l'autre de ces parties participe ou a participé au cours des 12 mois précédant la date du prospectus à une opération qui entraînerait un conflit d'intérêts important avec une personne investissant dans les produits titrisés faisant l'objet du placement.

Rubrique 2 – Débiteurs significatifs des actifs en portefeuille

Le prospectus doit indiquer le nom des débiteurs significatifs et présenter leurs états financiers ou de l'information financière choisie à leur sujet, selon leur degré de significativité vis-à-vis des actifs en portefeuille. Si un débiteur significatif est lui-même émetteur de produits titrisés et que les actifs en portefeuille applicables sont des produits titrisés, le prospectus doit fournir sur ces actifs l'information prévue aux rubriques 1 à 10 de l'Annexe 41-103A1.

Rubrique 3 – Actifs en portefeuille

Le prospectus doit fournir de l'information sur les actifs en portefeuille, notamment :

- les critères de sélection;
- les caractéristiques importantes du portefeuille;
- les actifs arriérés et improductifs;
- les sources des flux de trésorerie du portefeuille;
- les déclarations et garanties relatives aux actifs en portefeuille, de même que de l'information sur les obligations de rachat ou de remplacement rattachées aux déclarations et garanties;
- les droits sur les actifs en portefeuille;
- de l'information sur les périodes de rechargement ou de préfinancement;
- les clauses des contrats d'opération régissant la modification des conditions des actifs en portefeuille.

Rubrique 4 – Information sur le portefeuille statique

Le prospectus doit fournir toute information importante sur le portefeuille statique. Si aucune information sur le portefeuille statique n'est fournie, il doit expliquer cette omission.

Rubrique 5 – Description des produits titrisés

Le prospectus doit décrire chaque produit titrisé faisant l'objet du placement.

Rubrique 6 – Conservation des produits titrisés

Le prospectus doit indiquer si une partie visée à la rubrique 1 conserve une fraction d'une ou de plusieurs tranches, préciser le montant conservé, et indiquer si la fraction fait l'objet d'une opération de couverture.

Pour l'instant, nous ne proposons pas d'imposer à une partie à l'opération de titrisation l'obligation de conserver un intérêt financier dans l'opération, mais seulement l'obligation de déclarer les produits titrisés conservés.

Rubrique 7 – Structure de l'opération

Le prospectus doit contenir de l'information sur les éléments suivants :

- les mouvements de fonds de l'opération de produits titrisés;

- la fréquence des distributions et la préservation de liquidités à l'égard des produits titrisés;
- les frais et les charges;
- les flux de trésorerie excédentaires;
- l'émission de produits titrisés de séries ou catégories supplémentaires par des fiducies créées par une convention-cadre;
- toute clause de remboursement ou d'annulation facultatifs ou obligatoires;
- les remboursements anticipés, la maturité et le rendement.

Rubriques 8 et 9 – Rehaussement de crédit et autre soutien au crédit, et certains dérivés

Le prospectus doit décrire les rehaussements de crédit ou autre soutien au crédit importants internes ou externes, de même que chaque dérivé utilisé pour modifier les caractéristiques des paiements effectués sur les produits titrisés. Il doit indiquer les fournisseurs de soutien au crédit important et les contreparties aux dérivés. Selon la significativité du soutien ou du dérivé, il doit également contenir les états financiers du fournisseur de soutien ou de la contrepartie ou de l'information financière choisie à son sujet.

Rubrique 10 – Notations

Le prospectus doit fournir certains éléments d'information sur la notation du produit titrisé faisant l'objet du placement.

Rubrique 11 – Rapports

Le prospectus doit décrire les rapports ou les documents qui seront fournis aux porteurs des produits titrisés placés et indiquer leur mode de diffusion. Il doit également mentionner tout autre rapport ou document qui sera déposé auprès des autorités en valeurs mobilières.

Rubrique 12 – Poursuites et application de la loi

Le prospectus doit fournir de l'information sur les poursuites et les mesures d'application de la loi entreprises à l'égard des parties visées à la rubrique 1.

b) Résumé du projet de règlement relatif à l'information continue et du projet de règlement de modification sur les attestations

Le projet de règlement relatif à l'information continue impose aux émetteurs assujettis des obligations de dépôt d'information continue sur leurs produits titrisés en circulation qui s'ajoutent aux obligations d'information continue générales prévues par le Règlement 51-102. Toutefois, les obligations additionnelles ne s'appliquent pas aux obligations sécurisées ni aux titres, autres que des titres de créance, émis par les entités de placement hypothécaire. Les obligations d'information s'inspirent largement du Reg AB. Nous avons également repris des éléments que nous jugeons pertinents dans la proposition de la SEC d'avril 2010. Notre intention est de rehausser la cohérence et la comparabilité de l'information continue.

Les obligations d'information s'appliquent à tout produit titrisé émis par un émetteur assujetti, que l'émission ait été faite au moyen d'un prospectus ou sous le régime d'une dispense de prospectus. Nous ne proposons pas d'y soustraire les produits titrisés déjà en circulation ni n'envisageons de période de transition. Nous soumettons cependant la question à la consultation. Se reporter à la section **Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés**.

Voici un résumé de certaines des grandes caractéristiques du projet de règlement relatif à l'information continue.

i) Rapport sur les paiements et la performance des produits titrisés (article 4 et Annexe 51-106A1)

L'émetteur assujéti a l'obligation de déposer un rapport établi conformément à l'Annexe 51-106A1 dans les 15 jours après chaque date de paiement relative à une série ou catégorie de produits titrisés qu'il a émis. Le rapport doit contenir de l'information sur les paiements effectués et la performance enregistrée par le portefeuille au cours de la dernière période de paiement. Les obligations d'information de l'Annexe 51-106A1 reprennent en bonne partie celles de la Form 10-D de la SEC, et l'émetteur est tenu de les respecter lorsqu'elles s'appliquent. Si aucune ne s'applique en raison des caractéristiques ou de la structure du produit titrisé, l'émetteur assujéti peut lui substituer un autre rapport contenant toute information relative aux paiements et à la performance du produit titrisé qui serait importante pour un investisseur.

ii) Déclaration d'événement significatif (article 5 et Annexe 51-106A2)

Si un événement énuméré à l'article 5 du projet de Règlement 51-106 se produit, l'émetteur assujéti est tenu de publier et de déposer sans délai un communiqué annonçant l'événement, et de déposer dans les deux jours ouvrables suivants une déclaration conforme à l'Annexe 51-106A2 qui décrit l'événement. Les événements énumérés sont tirés en grande partie de la Form 8-K de la SEC. De plus, nous avons prévu au sous-paragraphe *m* du paragraphe 2 de l'article en question un critère plus large qui exige la déclaration de tout autre événement influant sur les paiements ou la performance du portefeuille qui serait important pour un investisseur.

Les émetteurs assujétis demeureront tenus de déposer des déclarations de changement important en vertu du Règlement 51-102. Dans les cas où ils en auront déposé une, ils n'auront pas à déposer pour le même événement la déclaration prévue à l'Annexe 51-106A2.

iii) Rapport annuel du gestionnaire (article 6 et Annexe A)

Tout gestionnaire dont les activités de gestion concernent plus de 5 % des actifs en portefeuille a l'obligation d'évaluer son respect de chaque norme de gestion énoncée à l'Annexe A qui, à son avis, s'applique à lui. Ces normes ne sont pas des obligations en vertu de la législation en valeurs mobilières, mais se veulent plutôt des critères uniformes servant uniquement à évaluer la gestion d'un portefeuille d'actifs donné. L'Annexe A s'inspire beaucoup des dispositions du Reg AB visant les gestionnaires.

Le gestionnaire est tenu d'établir un rapport précisant, pour chaque norme, s'il l'a respectée ou non pendant le dernier exercice de l'émetteur assujéti. Le rapport du gestionnaire doit être audité.

Le gestionnaire doit fournir le rapport à l'émetteur assujéti, lequel est ensuite tenu de le déposer soit à la date du dépôt de sa notice annuelle ou de ses états financiers annuels et de son rapport de gestion annuel, s'ils ont été déposés après.

iv) Attestation annuelle du gestionnaire (article 7)

Tout gestionnaire visé au sous-paragraphe *a*, *b* ou *c* du paragraphe 1 de la rubrique 1.7 de l'Annexe 41-103A1 est tenu de fournir à l'émetteur assujéti une attestation énonçant la mesure dans laquelle il a respecté le contrat de gestion applicable pendant le dernier exercice de l'émetteur assujéti. L'attestation n'a pas de forme obligatoire. L'émetteur assujéti doit la déposer soit à la date du dépôt de sa notice annuelle ou de ses états financiers annuels et de son rapport de gestion annuel, s'ils ont été déposés après.

v) Information à fournir sur les contraventions du gestionnaire (article 8)

Le rapport de gestion de l'émetteur assujéti doit comprendre un exposé de tout cas notable de non-respect des normes de gestion applicables prévues à l'Annexe A et de tout manquement au contrat de gestion applicable que le gestionnaire a déclaré dans un rapport ou une attestation qu'il a fourni à l'émetteur assujéti.

vi) Le projet de règlement de modification sur les attestations

Nous proposons d'apporter au Règlement 52-109 des modifications exemptant les émetteurs assujétis émettant des produits titrisés et soumis au Règlement 51-106 de l'obligation d'établir et de maintenir des contrôles et procédures de communication de l'information et un contrôle interne à l'égard de l'information financière en application de la partie 2 du Règlement 52-109. Le projet de modification prévoit en outre des formes d'attestations adaptées aux émetteurs assujétis visés par le projet de Règlement 51-106.

c) Résumé des projets de règlements de modification sur les placements dispensés

Les projets de règlements de modification sur les placements dispensés créent un nouveau régime de dispense de prospectus pour le placement de produits titrisés. Nous proposons de restreindre considérablement la catégorie d'investisseurs autorisés à investir dans des produits titrisés, et d'exiger la communication d'information lors de l'émission des produits et en continu par la suite.

Nous proposons également d'instituer pour les produits titrisés à court terme, c'est-à-dire dont l'échéance est prévue dans un an ou moins à compter de la date d'émission, un régime adapté aux particularités et aux modes de placement de ce type de titres. Au Canada, les produits titrisés à court terme consistent pour la plupart en PCAA. Dans l'élaboration de ce régime particulier, nous avons tenu compte des commentaires reçus en réponse au Document de consultation 11-405.

Les projets de règlements de modification sur les placements dispensés marquent une rupture avec le régime réglementaire actuel du marché dispensé. C'est pourquoi nous formulons plusieurs questions sur notre proposition de restreindre la catégorie des investisseurs autorisés à acquérir des produits titrisés et d'imposer des obligations d'information. Nous demandons également s'il existe d'autres façons de protéger les investisseurs tout en élargissant l'accès aux produits titrisés, par exemple en exigeant que les investisseurs souscrivent ces produits sur le marché dispensé par l'intermédiaire d'une personne inscrite soumise à des obligations de convenance au souscripteur. Se reporter à la section **Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés**.

Voici un résumé de certaines des grandes caractéristiques des projets de règlements de modification sur les placements dispensés.

i) Retrait des dispenses de prospectus actuelles

Nous proposons de ne pas permettre le placement de produits titrisés (sauf les obligations sécurisées et les titres, autres que de créance, des entités de placement hypothécaire) sous le régime des dispenses de prospectus suivantes du Règlement 45-106 :

- l'article 2.3 (placement auprès d'investisseurs qualifiés);
- l'article 2.4 (placement auprès d'émetteurs fermés);
- l'article 2.9 (placement au moyen d'une notice d'offre);
- l'article 2.10 (investissement d'une somme minimale);

- les sous-paragraphes *d* et *d.1* du paragraphe 2 de l'article 2.34 (placement de dette déterminée auprès d'institutions financières ou de banques de l'annexe III);

- l'article 2.35 (placement de dette à court terme).

Nous proposons de leur substituer une nouvelle dispense de prospectus pour placement de produits titrisés.

ii) Nouvelle dispense pour placement de produits titrisés (article 2.44)

Le projet d'article 2.44 prévoit une nouvelle dispense de prospectus pour le placement de produits titrisés auprès d'un « investisseur admissible en produits titrisés » souscrivant pour son propre compte (la « dispense pour produit titrisé »). La définition de « investisseur admissible en produits titrisés » est essentiellement identique à celle de « client autorisé » au sens du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*.

iii) Obligations relatives à la notice d'information (article 2.46)

Au nombre des conditions de la dispense pour produit titrisé, l'émetteur doit transmettre une notice d'information à chaque souscripteur au plus tard le jour de la souscription. Diverses obligations d'information s'appliquent selon qu'il s'agit ou non de produits titrisés à court terme.

A. Produits titrisés autres qu'à court terme (sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 2.46)

Nous ne précisons pas la forme que doit prendre la notice d'information dans les cas où l'émetteur se prévaut de la dispense pour produit titrisé pour placer des produits titrisés échéant plus d'un an après leur date d'émission. La notice d'information doit cependant fournir suffisamment d'information sur les produits titrisés et l'opération s'y rapportant pour permettre à un souscripteur éventuel de prendre une décision d'investissement éclairée. Nous considérons que cette obligation générale, avec les éléments mentionnés sous la rubrique **C. Obligations générales** ci-après, assurent une information de base tout en donnant aux participants au marché la possibilité d'y ajouter des éléments jugés pertinents.

B. Produits titrisés à court terme

La forme de la notice d'information relative au placement de produits titrisés à court terme sous la dispense pour produit titrisé est prévue à l'Annexe 45-106F7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme* (l'« Annexe 45-106A7 »). Un « produit titrisé à court terme » s'entend d'un billet de trésorerie adossé à des actifs (communément appelé PCAA) dont l'échéance est prévue dans un an ou moins à compter de la date d'émission. Pour élaborer l'Annexe 45-106A7, nous nous sommes fondés notamment sur les notices d'information relatives au PCAA déjà produites, sur les exigences d'information de la Banque du Canada en vue d'accepter le PCAA d'un programme de PCAA comme garantie admissible dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités, de même que sur les mémoires reçus en réponse au Document de consultation 11-405.

L'information prévue à l'Annexe 45-106A7 s'ajoute à l'obligation générale selon laquelle la notice d'information doit contenir suffisamment d'information sur les produits titrisés et l'opération s'y rapportant pour permettre à un souscripteur éventuel de prendre une décision d'investissement éclairée.

Nous proposons de fixer la forme de ce document d'information parce que nous estimons que la transparence et l'uniformité de l'information revêtent une importance particulière pour la stabilité des marchés de produits titrisés à court terme. Les

investisseurs détenant des instruments à court terme, comme le PCAA, sont extrêmement sensibles aux retards de paiement et s'attendent à être intégralement remboursés. Dans les périodes d'instabilité financière, le manque d'information pertinente sur la qualité des actifs sous-jacents à un programme de PCAA et aux lignes de liquidité peut amener les investisseurs à refuser, à tort, les nouvelles souscriptions de PCAA, ce qui peut amplifier le risque de gel du marché dans son ensemble et concourir à une crise de liquidité.

C. Obligations générales

Par ailleurs, toute note d'information doit :

- décrire les droits d'action légaux ou contractuels pour information fautive ou trompeuse;
- décrire les restrictions à la revente qui s'appliquent aux produits titrisés;
- contenir une attestation d'absence d'information fautive ou trompeuse, signée par le chef de la direction (ou l'équivalent), le chef des finances (ou l'équivalent), le « promoteur » (au sens général du terme) et le « promoteur de produits titrisés » (s'il n'a pas signé en qualité de « promoteur ») de l'émetteur;
- contenir une attestation, signée par chaque preneur ferme, d'absence d'information fautive ou trompeuse, à sa connaissance.

La notice d'information ne doit pas contenir d'information fautive ou trompeuse.

La notice d'information doit être affichée sur un site Web au plus tard lors de sa transmission à un souscripteur. L'émetteur peut protéger l'accès au site Web par un mot de passe du moment qu'il s'engage envers l'autorité en valeurs mobilières à lui fournir l'accès.

L'émetteur est également tenu de transmettre un exemplaire de la notice d'information à l'autorité en valeurs mobilières.

iv) Information périodique et occasionnelle (articles 6A.2 à 6A.5)

Ces obligations ne s'appliquent qu'aux émetteurs non assujettis plaçant des produits titrisés sous le régime de la dispense pour produit titrisé (ou une dispense de prospectus antérieure à la mise en œuvre de la dispense pour produit titrisé).

A. Produits titrisés autres qu'à court terme (articles 6A.2 et 6A.3)

Nous proposons d'obliger l'émetteur à établir un rapport sur les paiements et la performance conforme à l'Annexe 51-106A1 (comme s'il était émetteur assujetti et sous réserve de certaines modifications) et à l'afficher sur un site Web au plus tard 15 jours après chaque date de paiement stipulée dans le contrat d'opération concerné.

L'émetteur est également tenu d'établir une déclaration conforme à l'Annexe 51-106A2 (comme s'il était émetteur assujetti) lorsque se produit un événement visé aux sous-paragraphes *a* à *m* du paragraphe 2 de l'article 5 du projet de Règlement 51-106. Il doit afficher la déclaration sur un site Web au plus tard deux jours ouvrables après la date de l'événement, en envoyer un exemplaire à chaque porteur de produits titrisés ou les aviser qu'il l'a produite, et décrire la nature de l'événement.

L'émetteur peut protéger l'accès au site Web par un mot de passe du moment qu'il s'engage envers l'autorité en valeurs mobilières à lui fournir l'accès.

L'émetteur est également tenu de transmettre un exemplaire de la déclaration à l'autorité en valeurs mobilières.

B. Produits titrisés à court terme (articles 6A.4 et 6A.5)

S'agissant des produits titrisés à court terme, nous proposons d'obliger l'émetteur à établir un rapport mensuel conforme à l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information périodique sur les produits titrisés à court terme placés sous le régime d'une dispense de prospectus*. L'émetteur est tenu de l'afficher sur un site Web au plus tard 15 jours après la fin de chaque mois. Pour élaborer cette annexe, nous nous sommes fondés notamment sur les rapports mensuels produits par les courtiers en PCAA et les agences de notation, sur les lettres d'observations relatives à la proposition de la SEC d'avril 2010 et son incidence sur le PCAA, de même que sur les mémoires reçus en réponse au Document de consultation 11-405.

L'émetteur doit aussi établir un rapport d'information occasionnelle présentant les éléments suivants, dans la mesure où ils sont raisonnablement nécessaires à un investisseur pour prendre une décision d'investissement éclairée :

- tout changement dans l'information contenue dans le dernier rapport mensuel ou la dernière notice d'information;
- tout événement modifiant les paiements ou la performance du portefeuille.

L'émetteur doit afficher le rapport d'information occasionnelle sur un site Web au plus tard deux jours ouvrables après la date de l'événement.

Il peut protéger l'accès au site Web par un mot de passe du moment qu'il s'engage envers l'autorité en valeurs mobilières à lui fournir l'accès.

L'émetteur est également tenu de transmettre un exemplaire du rapport à l'autorité en valeurs mobilières.

v) Accès raisonnable aux documents (articles 2.45 et 6A.6)

Afin de maintenir la transparence du marché dispensé, nous proposons d'obliger les émetteurs à fournir à tout porteur qui a souscrit des produits titrisés sous le régime d'une dispense de prospectus un accès raisonnable et ininterrompu à la notice d'information et aux divers documents d'information périodique et occasionnelle jusqu'au premier anniversaire de la date à laquelle le produit titrisé cesse d'être en circulation.

Nous avançons également la proposition d'obliger les émetteurs à fournir un accès raisonnable aux documents mentionnés ci-dessus à toute personne qui le demande et qui est un investisseur éventuel répondant à la définition de l'investisseur admissible en produits titrisés. Les émetteurs peuvent exiger des engagements de confidentialité et prendre des mesures garantissant que l'investisseur éventuel correspond à cette définition.

Un accès raisonnable peut consister à rendre les documents accessibles sur un site Web protégé par un mot de passe, pour autant que l'émetteur s'engage envers l'autorité en valeurs mobilières à lui fournir l'accès au site.

vi) Sanctions civiles prévues par la loi et droits de résolution

Sanctions civiles prévues par la loi

Nous estimons que l'investisseur devrait disposer du droit de poursuivre en dommages-intérêts l'émetteur, le promoteur des produits titrisés et les preneurs fermes pour information fautive ou trompeuse contenue dans la notice d'information visée par la

dispense pour produit titrisé. Pour exercer ce droit, l'investisseur ne devrait pas avoir à prouver qu'il s'est fié à l'information.

Si nous donnons suite à cette proposition, il est possible de consacrer ce droit dans la plupart des territoires en prévoyant que la notice d'information visée par la dispense pour produit titrisé est un document d'offre auquel s'appliquent les sanctions civiles prévues par la Loi. Dans la plupart des territoires, la loi confère un droit d'action en dommages-intérêts contre l'émetteur, les personnes physiques qui étaient administrateurs à la date du document concerné et tout autre signataire du document (soit, selon nos propositions, les promoteurs des produits titrisés et les preneurs fermes). Outre l'action en dommages-intérêts, une action en nullité pourrait également être intentée contre l'émetteur.

En Ontario, toutefois, il ne serait possible d'exercer les droits d'action légaux pour information fautive ou trompeuse dans un document d'offre déterminé que contre l'émetteur. Pour que ces droits soient opposables aux promoteurs de produits titrisés et aux preneurs fermes, des modifications législatives seraient nécessaires.

Droits de résolution

Dans certains territoires, la loi confère à l'investisseur le droit de résoudre une souscription dans les deux jours suivant la réception d'un document d'offre déterminé, à rapprocher du droit de résolution dans les deux jours de la réception du prospectus. Le personnel des membres des ACVM concernés se penche actuellement sur l'opportunité d'étendre le droit de résolution de deux jours aux produits titrisés. Nous convenons que ce droit offre l'occasion de mûrir sa réflexion, ce qui peut se révéler utile lorsqu'il s'agit d'apprécier des produits complexes, mais nous n'ignorons pas que la nouvelle dispense pour produit titrisé concernera sans exception des investisseurs relativement avertis. Se reporter à la section **Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés**.

vii) Déclarations de placement avec dispense (articles 6.1 et 6.2)

Nous proposons d'exiger le dépôt d'une déclaration conforme à l'Annexe 45-106A1 à l'occasion d'un placement effectué sous le régime de la dispense pour produit titrisé. Dans le cas des placements de produits titrisés à court terme, de nature à être permanents, il n'y a pas d'obligation de déposer la déclaration avant le trentième jour suivant l'année civile du placement.

viii) Revente

Nous proposons que la première opération visée effectuée sur un produit titrisé placé sous le régime de la dispense pour produit titrisé soit un placement. Ainsi, la seule dispense de prospectus qui permettrait la revente de produits titrisés serait celle de l'article 2.44, de sorte que l'on créerait un régime « en vase clos » propre à ces produits. Dans les autres cas, la revente exigerait un prospectus ou une dispense discrétionnaire de l'obligation de prospectus.

e) Projets de règlements de modifications corrélatives

Nous proposons d'apporter au Règlement 41-101, au Règlement 44-101 et au Règlement 51-102 des modifications corrélatives aux projets de règlements sur les produits titrisés.

5. Analyse coûts-avantages

Les projets de règlements sur les produits titrisés visent à accroître la transparence du marché de la titrisation et à limiter l'accès aux produits titrisés offerts sur le marché dispensé aux investisseurs les plus aptes à apprécier les caractéristiques et les risques de ces produits. Il est entendu que nombre des changements proposés entraîneront des coûts. Dans le cadre de la consultation, nous évaluerons l'incidence de ces projets. Nous invitons les

intervenants à formuler des observations sur les coûts et les avantages des propositions soumises à la consultation.

6. Modifications législatives

Il est possible que certains membres des ACVM doivent obtenir des modifications législatives pour mettre en œuvre les projets de règlements sur les produits titrisés et le régime de sanctions civiles abordé dans le présent avis. Il s'agit notamment du pouvoir réglementaire d'imposer directement des obligations aux gestionnaires et aux autres parties qui ne sont pas émetteurs assujettis, de même que de modifications législatives établissant des sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse dans les documents d'offre et l'information continue relatifs aux produits titrisés du marché dispensé.

Pour l'heure, nous n'avons pas entrepris de démarches en vue d'obtenir des modifications législatives. Nous aviserons lorsque nous analyserons les commentaires reçus sur les projets de règlements sur les produits titrisés.

7. Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés

Nous soumettons à la consultation certaines questions sur les projets de règlements sur les produits titrisés et la titrisation. Les intervenants sont encouragés à fournir des explications circonstanciées à l'appui de leurs réponses. Nous les invitons également à formuler des observations sur les implications des projets de règlements sur les produits titrisés pour les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires de marché, comme les personnes inscrites, au chapitre des coûts, des délais et de l'accès au marché.

a) Questions générales

1. Nous accueillons tous les commentaires sur les trois principes, exposés dans la section **Objet des projets de règlements sur les produits titrisés**, qui ont orienté l'élaboration des projets de règlements sur les produits titrisés. Avons-nous choisi les bons principes? Devrions-nous en ajouter? Dans l'affirmative, lesquels?

2. La Loi Dodd-Frank dispose que les organismes fédéraux de contrôle bancaire et la SEC devront fixer ensemble des règles obligeant le « titrisateur » (*securitizer*), habituellement l'émetteur, le promoteur ou le déposant, à conserver un intérêt financier dans une fraction du risque de crédit de tout actif qu'il cède, vend ou transfère à un tiers par l'émission de produits titrisés, sous réserve de certaines exemptions obligatoires et dispenses discrétionnaires. La SEC a récemment publié des projets de règlements de rétention du risque. La proposition de la SEC d'avril 2010 prévoit également une obligation de rétention du risque parmi les conditions envisagées à l'admissibilité des titres adossés à des actifs à la « *shelf registration* », lesquelles sont appelées à remplacer les critères actuels d'admissibilité selon la notation. Est-il nécessaire ou approprié que nous introduisions des règles imposant une obligation de rétention du risque relatif aux produits titrisés comme mesure d'atténuation de certains risques liés à la titrisation? Dans l'affirmative, quels types et niveaux de rétention du risque conviendraient à chaque type particulier de produits?

3. La Loi Dodd-Frank a modifié le *Securities Act of 1933* américain afin d'interdire aux promoteurs, aux placeurs et aux « *placement agents* » de produits titrisés, ainsi qu'aux membres de leur groupe, de participer à une opération qui entraînerait un conflit d'intérêts important à l'égard d'un investisseur participant à la vente des produits. Cette interdiction court pour une durée d'un an à compter de la date de la conclusion de la vente. Elle prévoit certaines exceptions pour les activités de couverture destinées à atténuer le risque en vue d'accroître la liquidité. Devrions-nous imposer une interdiction similaire? Dans l'affirmative, quels conflits d'intérêts observés actuellement au Canada cette interdiction préviendrait-elle dans la pratique?

4. Y a-t-il des situations dans lesquelles nous devrions exiger l'indépendance entre certaines parties importantes? Dans l'affirmative, lesquelles? Par exemple, devrions-nous proposer des modifications au *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*

pour exiger que le placeur soit indépendant du promoteur? Pareillement de l'auditeur du rapport annuel du gestionnaire à l'égard du promoteur?

5. La définition de « produit titrisé » est-elle assez claire, en particulier pour ceux qui joueront un rôle dans la vente de ces produits aux investisseurs? Faudrait-il définir certains éléments de la définition, tels que « titre garanti par des créances », « titre garanti par des créances hypothécaires » ou « synthétique »?

6. Est-il judicieux d'exclure les obligations sécurisées du champ d'application des projets de règlements sur les produits titrisés? Faudrait-il subordonner l'exclusion à d'autres conditions? Dans l'affirmative, lesquelles?

7. Est-il judicieux d'exclure les titres autres que de créance des entités de placement hypothécaire du champ d'application des projets de règlements sur les produits titrisés? Faudrait-il subordonner l'exclusion à d'autres conditions? Dans l'affirmative, lesquelles?

b) Le projet de règlement relatif au prospectus

Admissibilité au régime de prospectus préalable

8. Y aura-t-il lieu de limiter les types de placements de titres adossés à des actifs qui sont admissibles au régime de prospectus préalable? Dans l'affirmative, quelles devraient être ces restrictions et pourquoi? Faudrait-il établir des restrictions semblables à celles du Reg AB, tels que des limites aux périodes de rechargement des opérations adossées à des actifs non renouvelables, un plafond aux montants de préfinancement, et des restrictions sur les actifs en portefeuille (par exemple, aucun actif non renouvelable dans une fiducie créée par une convention-cadre, une proportion maximale d'actifs arriérés dans le portefeuille, et des interdictions sur les actifs improductifs)?

9. Faudrait-il accorder plus de temps aux investisseurs pour consulter les suppléments de prospectus préalable avant de souscrire? Devrions-nous exiger que les suppléments (sans l'information relative au prix) soient déposés au moyen de SEDAR avant la première souscription? Quel délai conviendrait et varierait-il si nous exigeons la communication d'information au niveau de l'actif ou du prêt?

10. Faudrait-il substituer à la note approuvée d'autres critères d'admissibilité aux régimes de prospectus simplifié et préalable? Si nous maintenions le critère de la note approuvée, faudrait-il obliger l'émetteur à remplir un ou plusieurs critères additionnels, tels que les suivants de la proposition de la SEC d'avril 2010? :

i) rétention d'une tranche verticale de risque de 5 %;

ii) avis d'un tiers sur l'obligation de racheter ou de remplacer dans les cas de contravention présumée à des déclarations et garanties;

iii) attestation du chef de la direction du promoteur de produits titrisés et de l'émetteur selon laquelle, au moment de chaque placement réalisé au moyen d'un prospectus préalable, les actifs en portefeuille présentent des caractéristiques qui portent raisonnablement à croire que les actifs, avec notamment les rehaussements de crédit internes, généreront des flux de trésorerie suffisants pour honorer les paiements dus sur les titres de la façon décrite dans le prospectus.

11. Les placements de titres adossés à des actifs visés aux dispositions de la partie 8 du *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* qui portent sur les suppléments de prospectus établissant un programme de BMT ou un placement permanent laissent-ils aux investisseurs un délai suffisant pour analyser l'information ou permettent-ils de la communiquer au public en temps utile?

Information sur les actifs en portefeuille et les paiements

12. La proposition de la SEC d'avril 2010 prévoit la communication d'information au niveau de l'actif ou du prêt dans certains cas, et d'information groupée sur les actifs dans d'autres (par exemple, les créances sur cartes de crédit). Nous ne proposons d'exiger ni l'une ni l'autre. Ce niveau d'information est-il nécessaire? Dans l'affirmative, quels points de données normalisés seraient pertinents?

13. Selon la proposition de la SEC d'avril 2010, les émetteurs sont tenus de fournir aux investisseurs un programme informatisé de paiements en cascade. Pour le moment, nous ne proposons pas d'obligation de ce genre. Ce type de programme est-il nécessaire et, dans l'affirmative, pourquoi?

Analyse obligatoire des actifs en portefeuille

14. En application des dispositions de la Loi Dodd-Frank, la SEC a pris un règlement obligeant les émetteurs qui offrent des titres adossés à des actifs au moyen d'un « *registration statement* » à analyser les actifs sous-jacents. L'émetteur peut effectuer l'analyse lui-même ou la confier à un tiers engagé à cette fin, pourvu que le tiers soit nommé dans le « *registration statement* » et qu'il consente à être ainsi nommé en qualité d'expert ou, sinon, que l'émetteur assume en son propre nom les conclusions du tiers. S'agissant du placement de produits titrisés au moyen d'un prospectus, devrions-nous introduire une obligation analogue?

Information sur les facteurs de risque

15. Nous ne proposons pas d'obligations d'information sur les facteurs de risque. L'Annexe 41-103A1 devrait-elle prévoir de telles obligations? Dans l'affirmative, quelle information devrions-nous exiger? Par exemple, le prospectus devrait-il toujours présenter, le cas échéant, les facteurs de risque habituels liés à des catégories particulières d'actifs sous-jacents?

Intégration par renvoi des documents prévus à l'Annexe 51-106A1 et à l'Annexe 51-106A2

16. Les documents prévus à l'Annexe 51-106A1 et à l'Annexe 51-106A2 déposés précédemment par un émetteur assujetti devraient-ils être obligatoirement intégrés par renvoi dans les autres prospectus simplifiés de l'émetteur? Quels types de documents déposés est-il approprié ou nécessaire d'intégrer, et lesquels ne le sont pas? Les obligations d'information sur le portefeuille statique prévues à la rubrique 4 du projet d'Annexe 41-103A1 suffiraient-elles?

Inscription

17. Aux fins du placement de produits titrisés par voie de prospectus ou de leur revente subséquente, y a-t-il lieu de modifier ou d'exclure certaines catégories ou dispenses d'inscription actuelles?

c) Le projet de règlement relatif à l'information continue et le projet de règlement de modification sur les attestations*Interaction avec le Règlement 51-102*

18. Le projet de règlement relatif à l'information continue oblige les émetteurs assujettis émettant des produits titrisés à déposer plusieurs nouveaux documents s'ajoutant à ceux qui sont prescrits par le Règlement 51-102. Étant donné ces nouveaux documents, les émetteurs assujettis devraient-ils être exemptés de tout ou partie de l'application du Règlement 51-102 et de ses annexes? Par exemple, le coût de l'établissement et du dépôt d'états financiers audités pour l'émetteur l'emporte-t-il sur les avantages pour les investisseurs? À notre avis, il y a des cas dans lesquels certaines informations financières sur l'émetteur peuvent revêtir de l'importance pour l'investisseur, comme l'information

relative aux opérations sur dérivés auxquelles l'émetteur est partie, ou l'information relative aux autres passifs de l'émetteur qui peuvent avoir priorité ou égalité de rang par rapport aux billets détenus par l'investisseur et donc réduire les probabilités de recouvrement en cas d'insolvabilité de l'émetteur. Si nous proposons une dispense de l'obligation d'établir et de déposer des états financiers audités, comment devrions-nous traiter ces questions? De quelles conditions devrions-nous l'assortir?

Application à toutes les séries ou catégories de produits titrisés en circulation émis par l'émetteur assujetti

19. Les obligations d'information continue proposées s'appliquent à l'égard de tous les produits titrisés émis par l'émetteur assujetti, qu'ils aient été placés par voie de prospectus ou sous le régime d'une dispense de prospectus. Par exemple, l'émetteur assujetti doit déposer un rapport conforme à l'Annexe 51-106A1 pour chaque série ou catégorie de produits titrisés en circulation qu'il a émis aussi bien au moyen d'un prospectus que sous le régime d'une dispense de prospectus. Y aurait-il lieu de prévoir une disposition d'antériorité ou une disposition transitoire?

20. Les obligations d'information continue proposées devraient-elles concerner les seuls produits titrisés que l'émetteur assujetti a placés par voie de prospectus? Dans l'affirmative, comment devrions-nous traiter le fait que l'émetteur ne serait pas tenu à des obligations d'information continue sur les autres produits titrisés qu'il aurait émis dans le cadre d'un placement dispensé mais qui deviendraient librement négociables?

21. Devrait-il exister une obligation de mention ou de notification pour expliquer les restrictions à la revente des produits titrisés ayant fait l'objet d'un placement dispensé?

Information occasionnelle

22. L'article 5 du Règlement 51-106 prévoit la déclaration obligatoire d'événements « significatifs » précis, largement tirés de la Form 8-K. Améliorerait-on ce régime d'information occasionnelle en ajoutant, en modifiant ou en supprimant certains critères? Dans l'affirmative, quels changements devrions-nous faire?

Sanctions civiles prévues par la loi

23. Devrions-nous établir que les nouveaux documents à déposer conformément au projet de règlement relatif à l'information continue sont des documents de base pour l'application des sanctions civiles sur le marché secondaire?

Attestations

24. Est-il approprié de dispenser les émetteurs assujettis qui émettent des produits titrisés et qui sont visés par le projet de règlement relatif à l'information continue de l'obligation d'établir et de maintenir des contrôles et procédures de communication de l'information et un contrôle interne à l'égard de l'information financière en application de la partie 2 du Règlement 52-109?

25. Les projets d'attestations pour les émetteurs assujettis émettant des produits titrisés ne prévoient pas d'avis au lecteur semblable à celui qui doit figurer sur les attestations des émetteurs émergents. Devrions-nous exiger un avis au lecteur et, dans l'affirmative, que devrait-il contenir?

Rapports sur les demandes de rachat ou de remplacement satisfaites et non satisfaites

26. Dans les cas où l'initiateur, le promoteur ou une autre partie a l'obligation de racheter ou de remplacer des actifs en portefeuille garantissant des produits titrisés placés au moyen d'un prospectus, nous proposons d'exiger que le prospectus fournisse de l'information sur les antécédents de ces parties en matière de demandes, de rachats et de remplacements dans les autres opérations de titrisation dans lesquelles ces parties avaient

des obligations analogues, qui entraînaient la titrisation de la même catégorie d'actifs et dont les produits titrisés étaient placés par voie de prospectus. Par la suite, il y a obligation de fournir l'information sur les demandes, les rachats et les remplacements dans les rapports établis conformément à l'Annexe 51-106A1. Cette information est-elle adéquate ou bien est-il nécessaire d'obliger les initiateurs et les promoteurs à fournir ce type d'information à l'égard de toutes les opérations de titrisation auxquels ils ont participé (y compris sur le marché dispensé)? Par exemple, en application de la Loi Dodd-Frank, la SEC a pris un règlement obligeant le titrisateur (*securitizer*) à déclarer toutes les demandes de rachat satisfaites et non satisfaites de l'ensemble des fiducies qu'il regroupe, afin que les investisseurs puissent identifier les initiateurs d'actifs éprouvant clairement des insuffisances de garantie. Le titrisateur doit déposer un premier rapport « rétrospectif », puis actualiser l'information chaque trimestre.

d) Les projets de règlements de modification sur les placements dispensés

Démarche globale

27. La nouvelle dispense pour produit titrisé que nous proposons d'introduire se centre sur un produit précis possédant des caractéristiques et des risques qui lui sont propres. Cette démarche centrée sur un produit est-elle appropriée? Devrions-nous plutôt nous attacher à réformer le marché dispensé dans son ensemble?

28. Devrait-on permettre les placements de produits titrisés sur le marché dispensé ou les limiter au régime de prospectus?

Souscripteurs

29. Nous proposons de supprimer certaines dispenses de prospectus par lesquelles il est actuellement permis de placer des produits titrisés. Devrait-on conserver certaines dispenses actuelles et, dans l'affirmative, lesquelles?

30. La dispense pour produit titrisé proposée à l'article 2.44 n'autorise le placement de produits titrisés sans prospectus qu'auprès d'investisseurs avertis (les « investisseurs admissibles en produits titrisés »). Généralement, les autres investisseurs ne pourraient souscrire de produits titrisés que si le placement était effectué sous le régime de prospectus. Est-ce la bonne approche? Dans la négative, laquelle devrions-nous adopter? En particulier, devrions-nous autoriser d'autres investisseurs à souscrire des produits titrisés sur le marché dispensé par l'intermédiaire d'une personne inscrite soumise à des obligations de convenance au souscripteur? L'intervention d'une personne inscrite serait-elle une réponse adéquate à nos préoccupations en matière de protection des investisseurs? D'autres questions connexes sont posées à la Question 32.

31. Si nous faisons le bon choix de limiter l'accès aux produits titrisés aux investisseurs très avertis, la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés que nous proposons convient-elle? Dans la négative, que devrions-nous y changer? En particulier, nous souhaitons recueillir les opinions sur les points suivants :

A. *Extension de la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés*

Devrions-nous étendre la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés? Par exemple :

Personnes physiques (paragraphe *n* de la définition)

- Devrions-nous inclure les personnes physiques à revenu élevé et, dans l'affirmative, à partir de quel niveau de revenu (par exemple, 1 million de dollars)?
- Devrions-nous permettre l'addition du revenu ou des actifs du conjoint dans le calcul des niveaux de revenu ou d'actifs?

- Outre les actifs financiers réalisables nets, devrions-nous permettre l'inclusion d'autres types d'actifs dans le calcul des niveaux d'actifs? Dans l'affirmative, lesquels?

Personnes non physiques (paragraphe p de la définition)

- Devrions-nous abaisser le seuil de 25 millions de dollars en actifs nets applicable aux personnes qui ne sont pas des personnes physiques ou des fonds d'investissement? Dans l'affirmative, quel serait le seuil acceptable pour ces entités?

Autres investisseurs

- Y a-t-il lieu d'inclure d'autres catégories d'investisseurs dans la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés? Dans l'affirmative, lesquels? À titre d'exemple, devrions-nous y admettre les personnes physiques inscrites ou antérieurement inscrites en vertu de la législation en valeurs mobilières?

B. Devrions-nous exiger que tout bénéficiaire du compte géré visé au paragraphe k de la définition proposée réponde aux critères fixés aux autres paragraphes de la définition?

C. Faudrait-il restreindre la catégorie des investisseurs admissibles en produits titrisés? Par exemple, faudrait-il hausser les seuils financiers établis par la définition? Certaines des entités visées à la définition devraient-elles en être exclues?

32. Nous envisageons encore certaines autres dispenses de prospectus possibles en matière de produits titrisés et conditions à ces dispenses. Nous souhaitons recueillir les avis sur les dispenses et conditions suivantes, notamment à savoir si elles devraient remplacer la dispense pour produit titrisé proposée ou s'y ajouter :

A. Dispense de prospectus rehaussée pour investisseur qualifié ou pour investissement d'une somme minimale

Devrions-nous maintenir les dispenses de prospectus pour investisseur qualifié et pour investissement d'une somme minimale? Si nous les maintenons, devrions-nous y ajouter des conditions et, dans l'affirmative, lesquelles? Par exemple, devrions-nous les subordonner à l'une des conditions suivantes, voire aux deux? :

a) pour l'émetteur, fournir une notice d'information et peut-être de l'information en continu par la suite;

b) pour l'investisseur, souscrire les produits titrisés auprès d'une personne inscrite.

B. Dispense de prospectus réservée aux produits titrisés pour investissement d'une somme minimale

Devrions-nous établir une dispense de prospectus permettant à l'investisseur de souscrire des produits titrisés à condition que la somme minimale investie soit relativement élevée? Dans l'affirmative, quel seuil minimal serait acceptable?

C. Dispense de prospectus pour PCAA déterminé

Devrions-nous permettre à l'investisseur qui n'est ni investisseur admissible en produits titrisés ni investisseur qualifié d'investir dans le PCAA pour autant que certaines conditions destinées à atténuer le risque soient remplies? Dans l'affirmative, quelles conditions devrions-nous rattacher à ces placements? Le PCAA satisfaisant aux conditions suivantes serait-il approprié pour l'investisseur non qualifié? :

- le PCAA a obtenu au moins deux notations prévues par règlement;

- le PCAA est adossé à une ligne de liquidité engagée de type global qui représente au moins 100 % de la valeur nominale en circulation du PCAA et qui est consentie par une entité ayant une notation prévue par règlement minimale;
- le promoteur fait l'objet d'une réglementation fédérale ou provinciale et a une notation prévue par règlement minimale;
- le PCAA n'a pas d'exposition effective ou éventuelle, directe ou non, à des produits très structurés, comme des titres garantis par des créances, ou à des dérivés de crédit (sauf dans le but de protéger des actifs précis du programme de PCAA);
- le programme de PCAA n'emploie pas de dérivés de crédit à effet de levier qui l'exposeraient à des appels de garanties financières;
- l'émetteur doit fournir une notice d'information et de l'information en continu par la suite?

Dans les cas où le PCAA remplit ces conditions, devrions-nous exiger que l'investisseur ou certaines catégories d'investisseurs (par exemple, les investisseurs « individuels ») souscrivent le produit titrisé auprès d'une personne inscrite? Dans l'affirmative, cette obligation bénéficierait à quelles catégories d'investisseurs?

33. Devrions-nous restreindre l'accès aux produits titrisés davantage que ce que nous proposons?

Information à fournir

34. Les obligations d'information à fournir sur les placements de produits titrisés dispensés de prospectus visent les objectifs suivants :

- inciter les promoteurs et les preneurs fermes qui doivent élaborer l'information, de même que les investisseurs qui tiendront compte de l'information dans leurs décisions d'investissement, à exercer une diligence raisonnable accrue;
- améliorer la qualité et l'uniformité de l'information;
- faciliter la transparence et, par conséquent, la stabilité du marché de la titrisation.

Les obligations proposées en matière d'information à fournir sur le marché dispensé atteindront-elles ces objectifs ou les serviront-elles?

35. Existe-t-il une catégorie d'investisseurs qui n'ont pas impérativement besoin de recevoir de l'information en vue de souscrire des produits titrisés sous le régime d'une dispense de prospectus? Dans l'affirmative, lesquels?

36. Y a-t-il un type de produits titrisés « privés » (par opposition aux produits émis ou garantis par l'État) pour lequel la communication d'information n'est pas nécessaire? Dans l'affirmative, lequel?

37. Nous n'imposons pas la communication d'information précise à l'égard du placement initial de produits titrisés, sauf dans le cas de produits titrisés à court terme comme le PCAA. Est-ce la bonne approche? Au chapitre des coûts, des délais et de l'accès au marché, quels seraient les effets de l'obligation d'établir une notice d'information afin de placer des produits titrisés autres qu'à court terme?

38. Nous exigeons la communication d'information précise sur les produits titrisés à court terme comme le PCAA (par le projet d'Annexe 45-106A7, *Notice d'information relative aux produits titrisés à court terme*). Est-ce la bonne approche? Améliorerait-on ces

39. Nous exigeons que les investisseurs ayant souscrit des produits titrisés aient accès à une information continue. Faisons-nous le bon choix? Les documents prévus (à l'Annexe 51-106A1 dans le cas des produits titrisés autres qu'à court terme, et à l'Annexe 45-106A8, *Rapport d'information périodique sur les produits titrisés à court terme placés sous le régime d'une dispense de prospectus*) sont-ils adéquats? Améliorerait-on les obligations d'information si on ajoutait, modifiait ou supprimait des éléments à fournir? Devrions-nous prévoir le format de présentation de l'un ou l'autre des éléments d'information, par exemple le langage XML? Au chapitre des coûts, des délais et de l'accès au marché, quels seront les effets de l'obligation de fournir de l'information continue sur les produits titrisés?

40. Nous proposons que les investisseurs ayant souscrit des produits titrisés aient accès à de l'information continue sur le site Web de l'émetteur, et que l'émetteur soit tenu de fournir l'accès aux souscripteurs éventuels qui le demandent. Existe-t-il une meilleure méthode de diffusion de l'information aux souscripteurs éventuels et, dans l'affirmative, laquelle? L'information devrait-elle être rendue publique au moyen du site Web de l'émetteur ou de SEDAR?

41. Nous proposons que les notices d'information et tous les documents d'information à fournir aux investisseurs soient transmis aux autorités en valeurs mobilières. Ces documents ne devraient pas être rendus publics, sauf sur demande présentée en vertu de la législation sur l'accès à l'information. Les produits titrisés n'étant pas offerts au grand public, cette formule nous semble appropriée. Est-ce la bonne?

Sanctions civiles prévues par la loi

42. Nous proposons d'accorder à l'investisseur des droits d'action légaux contre l'émetteur, le promoteur des produits titrisés et les preneurs fermes pour information fautive ou trompeuse contenue dans la notice d'information fournie à l'occasion d'un placement de produits titrisés sur le marché dispensé. Avons-nous choisi les bonnes parties passibles de poursuites? Dans la négative, lesquelles devrions-nous ajouter ou retirer?

43. La loi devrait-elle prévoir des sanctions civiles pour information fautive ou trompeuse contenue dans l'information continue fournie par l'émetteur de produits titrisés? Dans l'affirmative, qui l'investisseur pourrait-il poursuivre et pourquoi?

44. Dans certains territoires, la loi confère également à l'investisseur le droit de résoudre une souscription dans les deux jours suivant la réception d'un document d'offre réglementaire. Ce droit de résolution devrait-il s'appliquer aux notices d'information utilisées dans le placement de produits titrisés à court terme? Devrait-il s'appliquer lorsqu'il s'agit de produits titrisés autres qu'à court terme?

Revente

45. Nous proposons que la première opération visée effectuée sur un produit titrisé placé sous le régime de la dispense pour produit titrisé soit un placement, de manière à créer un régime « en vase clos » propre aux produits titrisés émis sans prospectus. Est-ce une bonne façon de traiter la question de la revente?

Inscription

46. Aux fins du placement ou de la revente de produits titrisés sur le marché dispensé, y a-t-il lieu de modifier ou d'exclure certaines catégories ou dispenses d'inscription actuelles?

47. Pour avoir droit à la dispense pour produit titrisé proposée à l'article 2.44, les sociétés et les personnes physiques inscrites devront être en mesure de reconnaître les produits qui sont des produits titrisés. Y a-t-il des catégories de personnes inscrites qui ne disposeront pas des compétences nécessaires pour reconnaître les produits titrisés et comprendre leurs risques? Par exemple, devrait-on restreindre l'exercice des activités de courtage en produits titrisés des courtiers sur le marché dispensé?

Consultation

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **1^{er} juillet 2011**. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir dans un fichier électronique en format Word de Microsoft.

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

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Nova Scotia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Office of the Attorney General, Île-du-Prince-Édouard
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Registraire des valeurs mobilières, Gouvernement du Yukon
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
 Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Gouvernement du Nunavut

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin

Secrétaire de l'Autorité

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

John Stevenson

Secretary

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Tous les commentaires reçus pendant la période de consultation seront rendus publics. 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.

Nous afficherons tous les commentaires sur le site Web de la CVMO à l'adresse www.osc.gov.on.ca par souci de transparence du processus réglementaire.

Questions

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

Autorité des marchés financiers

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

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Naizam Kanji
Deputy Director, Corporate Finance
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Winnie Sanjoto
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416-593-8119
wsanjoto@osc.gov.on.ca

Raymond Chan
Senior Accountant, Investment Funds
416-593-8128
rchan@osc.gov.on.ca

Karen Danielson
Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
416-593-2187
kdanielson@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416-593-3657
phayward@osc.gov.on.ca

Darren McKall
Assistant Manager, Investment Funds
416-593-8118
dmckall@osc.gov.on.ca

Neeti Varma
Senior Accountant, Corporate Finance
416-593-8067
nvarma@osc.gov.on.ca

Alberta Securities Commission

Denise Weeres
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
403-297-2930
denise.weeres@asc.ca

Nadine Arendt
 Legal Counsel, Corporate Finance
 403-355-9047
 Nadine.arendt@asc.ca

Kelli Grier
 Legal Counsel, Corporate Finance
 403-297-5036
 Kelli.grier@asc.ca

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

British Columbia Securities Commission

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

Gordon Smith
 Senior Legal Counsel, Corporate Finance
 604-899-6656
 gsmith@bcsc.bc.ca

Larissa Streu
 Senior Legal Counsel, Corporate Finance
 604-899-6888
 lstreu@bcsc.bc.ca

Christina Wolf
 Chief Economist
 604-899-6860
 cwolf@bcsc.bc.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Chris Besko
 Legal Counsel, Deputy Director
 204-945-2561
 chris.besko@gov.mb.ca

Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick

Susan Powell
 Directrice des affaires réglementaires par intérim
 506- 643-7697
 Susan.powell@nbosc-cvmnb.ca

Nova Scotia Securities Commission

Shirley P. Lee
 Director, Policy and Market Regulation and Secretary to the Commission
 902-424-5441
 lees@p@gov.ns.ca