

FAIR

Canadian Foundation for
Advancement of Investor Rights
Fondation canadienne pour l'avancement
des droits des investisseurs

31 août 2011

John Stevenson
Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
19^e étage, boîte 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416 593-2318
Transmis par courriel à : jstevenson@osc.gov.on.ca

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
Transmis par courriel à : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Objet : Projets de règlements, notamment de modification, portant sur les produits titrisés

FAIR Canada a le plaisir d'offrir des commentaires sur les projets de règlements, notamment de modification, portant sur les produits titrisés (les « Projets de règlements sur les produits titrisés ») préparés par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») et contenus dans l'Avis de consultation publié sous le numéro (2011) 34 OSCB 3811 (l'« Avis ») le 25 mars 2011.

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. À titre de représentant des investisseurs canadiens, FAIR Canada milite pour une plus grande protection des investisseurs dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Pour de plus amples renseignements, consultez notre site www.faircanada.ca.

Sommaire des commentaires et des recommandations de FAIR Canada :

1. FAIR Canada considère les Projets de règlements sur les produits titrisés comme un pas important dans la restructuration de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et une réponse nécessaire à la crise financière récente.
2. FAIR Canada soutient l'adoption de nouveaux règlements qui réduisent la catégorie des investisseurs autorisés à acheter des produits titrisés aux termes d'une dispense de prospectus (les « Projets de règlements de modification sur les placements dispensés ») et présente des recommandations pour

améliorer encore ces règlements au bénéfice des investisseurs du secteur détail. Plus particulièrement, nous croyons que la vente de produits titrisés ne devrait être autorisée qu'à des personnes présentant un niveau minimum de connaissances actives et objectives au sujet des produits spécifiques qu'elles achètent ainsi que des risques qui s'y rapportent.

3. FAIR Canada invite instamment les autorités de réglementation à réformer l'ensemble du marché dispensé sur la même base que celle exposée au paragraphe 2 ci-dessus. De plus, FAIR Canada recommande que les dispenses du Nord et de l'Ouest », qui dispensent des particuliers et des sociétés des obligations d'inscription des courtiers de la Norme canadienne 31-103, soient révoquées étant donné les grandes préoccupations concernant la protection des investisseurs qui en découlent.
4. FAIR Canada recommande que les ACVM mettent en place, pour les opérations de titrisation, des exigences de rétention du risque de crédit égales ou supérieures à celles des pays à l'avant-garde.¹ Si ces exigences ne sont pas imposées, on constatera une augmentation importante du risque que le Canada soit utilisé comme « dépotoir » pour la titrisation.
5. FAIR Canada recommande que les ACVM mettent en application des obligations d'information se rapportant aux actifs, aux prêts et aux paiements avec un degré de précision égal ou supérieur à celui exigé dans les pays à l'avant-garde pour l'information à fournir sur les actifs titrisés et les structures de paiement. Si de telles exigences ne sont pas imposées, on constatera une augmentation importante du risque que le Canada soit utilisé comme « dépotoir » pour les opérations de titrisation qui ne respectent pas les normes internationales.
6. FAIR Canada présente à la section 5 des réponses à certaines des questions spécifiques posées dans l'Avis. Nous répondrons aux questions spécifiques suivantes soulevées par les ACVM dans l'Avis : 1, 2, 3, 10, 12, 13, 18, 23, 27, 28, 30, 31, 32, 33, 37, 42, 43, 44, 46 et 47.

1. FAIR Canada considère les Projets de règlements sur les produits titrisés comme un pas important dans la restructuration de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

- 1.1. FAIR Canada considère les Projets de règlements sur les produits titrisés comme un pas important de la réforme du système de réglementation des valeurs mobilières au Canada en réponse à la crise financière.
- 1.2. La titrisation a été un facteur important dans la crise financière mondiale, particulièrement en ce qui concerne les prêts hypothécaires à risque titrisés aux États-Unis (les obligations structurées adossées à des emprunts ou « CDO ») et les instruments sur le risque de défaillance de l'emprunteur titrisés qui utilisaient des produits dérivés pour amplifier le risque déjà présent sur le marché des CDO. Les actifs toxiques ont continué de causer de grandes difficultés à nombre d'investisseurs.
- 1.3. L'effet pratique des Projets de règlements sur les produits titrisés est de créer un régime d'information plus uniforme et complet pour les opérations de titrisation. Cependant, nous craignons que, telles qu'elles sont proposées actuellement, les obligations d'information améliorées ne soient pas suffisamment robustes pour empêcher des abus de titrisation, et particulièrement l'utilisation de la titrisation comme moyen de se départir d'actifs. Sans améliorations complémentaires, les projets de règlements des produits titrisés ne permettraient même pas à des investisseurs avertis de bien

¹ À savoir les États-Unis (par le « Règlement AB II » adopté en avril 2010) et les pays membres de l'Union européenne (par la Directive prospectus de l'UE). Pour le niveau de rétention du risque, l'Allemagne devrait être considérée comme un pays à l'avant-garde (voir le paragraphe 3.10 ci-dessous).

comprendre les risques d'un placement et d'en tenir compte. Les abus de la titrisation seraient le plus nombreux là où les obligations d'information n'obligent pas à divulguer 1) des détails particuliers sur les actifs titrisés et 2) les aspects du financement structuré des opérations de titrisation. Nous expliquons ces exigences en détail à l'article 4 ci-dessous.

- 1.4. En outre, nous considérons avec une certaine inquiétude l'incertitude des ACVM au sujet de l'adoption ou non de la norme de rétention du risque des pays à l'avant-garde pour les émetteurs dans les opérations de titrisation. Cette question est expliquée à la section 3 ci-dessous.
- 1.5. FAIR Canada encouragerait aussi les ACVM à examiner les questions qui ont surgi concernant le marché dispensé, généralement parlant, à la suite de l'examen et de l'analyse par les ACVM des produits titrisés. Nous recommandons que ces questions soient prises en considération lorsque les ACVM examineront et réviseront la réglementation du marché dispensé. Nous reviendrons aussi sur ces points dans les paragraphes 2.1, 2.15, 2.16, 5.11 à 5.13 et 5.18 ci-dessous.
- 1.6. Enfin, FAIR Canada présente certaines recommandations spécifiques se rapportant au Projet de règlements sur les produits titrisés à la section 5 ci-dessous.

2. FAIR Canada soutient l'adoption des Projets de règlements de modification sur les placements dispensés, mais invite les autorités à ne pas s'appuyer sur le patrimoine ou le revenu comme critère de reconnaissance comme investisseurs en produits titrisés admissibles ou investisseurs qualifiés.

- 2.1. FAIR Canada accueille avec joie l'introduction des Projets de règlements de modification sur les placements dispensés qui limiteront les catégories d'investisseurs susceptibles de s'appuyer sur des dispenses de prospectus pour acheter des produits titrisés. Nous approuvons aussi l'idée de créer une liste d'investisseurs « avertis » qui seraient des investisseurs admissibles en produits titrisés en vertu du paragraphe 2.44. Nous considérons depuis longtemps que les dispenses de prospectus actuelles sont trop larges; les hypothèses inhérentes aux règles sur les investisseurs avertis existant depuis longtemps ne sont souvent pas justifiées. Il est important de veiller à ce que les investisseurs du marché dispensé soient effectivement des investisseurs avertis. La dispense existante encourage les promoteurs de produits douteux à cibler des investisseurs possédant un patrimoine ou des actifs suffisants, et ces promoteurs sont soumis à très peu de surveillance. Cela porte atteinte à la réputation et à l'intégrité du marché et ne suffit pas à assurer un niveau acceptable de protection des investisseurs. La simple capacité d'absorber des pertes, par exemple, ne devrait pas être utilisée comme critère définissant les investisseurs avertis. Nous avons suggéré des modifications de la définition d'investisseurs admissibles en produits titrisés ci-dessous pour y répondre.

Les investisseurs avertis doivent avoir une connaissance active des produits de placement complexes

- 2.2. FAIR Canada a récemment affirmé, en réponse au projet d'énoncé de priorités 2011-2012 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) que : « les organismes de réglementation doivent s'assurer qu'un produit, *a fortiori* un produit complexe, ne puisse être vendu à un investisseur individuel que si l'intermédiaire a la conviction, d'après des preuves objectives, que le consommateur comprend le produit qui lui est proposé de même que les risques et les coûts qu'il comporte ». Cela devrait être le principe central de la réglementation des produits de placement complexes, notamment des produits titrisés. Un nouveau modèle de protection des investisseurs pour les produits financiers complexes est nécessaire. Les parties qui vendent des produits financiers complexes doivent avoir la charge de veiller à ce que leurs clients et les investisseurs i) comprennent vraiment les produits vendus et les coûts qui s'y rattachent et ii) comprennent ce qu'impliquent les documents d'information qu'ils

reçoivent. Si les investisseurs ne sont pas en mesure de comprendre la nature du produit, ses risques et coûts inhérents ou les implications de l'achat ou de la vente d'un tel produit, la vente de ce produit ne doit pas lui être autorisée.

- 2.3. En d'autres termes, FAIR Canada préconise le remplacement du système actuel, qui prévoit une norme de communication d'information avec des dispenses pour les investisseurs qui sont présumés être des investisseurs avertis. **Nous proposons l'adoption d'une norme de connaissance active des investisseurs de l'investissement dans les produits en question.** Par exemple, on ne peut pas présumer que les investisseurs comprennent les implications du risque à niveaux multiples de produits titrisés. Un tel modèle signifierait que les initiateurs et les courtiers de produits complexes devraient communiquer avec les investisseurs et les clients et en réalité développer leurs connaissances et leur compréhension des produits en question afin de leur vendre ces produits. Cette approche est la seule qui puisse réellement protéger les intérêts des investisseurs de détail sur un marché de produits structurés sophistiqués et assurer que les courtiers et les conseillers fassent passer les intérêts des clients en premier.

La définition « d'investisseur admissible en produits titrisés » doit être resserrée

- 2.4. Actuellement, des produits titrisés peuvent être vendus à des personnes qui sont des investisseurs qualifiés ou à d'autres en vertu d'une notice d'offre. Les investisseurs qualifiés comprennent une grande variété d'investisseurs, allant des particuliers possédant des actifs financiers de plus de 1 000 000 \$ ou un revenu de plus de 200 000 \$ (ou dont le revenu combiné avec le revenu de leur conjoint dépasse 300 000 \$) aux sociétés par actions ayant un actif de plus de 5 000 000 \$. Les Projets de règlements de modification sur les placements dispensés réduisent ces catégories pour les produits titrisés, qui ne doivent être vendus qu'en vertu d'une notice d'information et seulement à des « investisseurs admissibles en produits titrisés », une sous-catégorie limitée des investisseurs qualifiés qui comprend de nombreux investisseurs institutionnels, mais aussi des particuliers fortunés (ayant un actif de plus de 5 000 000 \$) et des sociétés ayant un bilan important (possédant un actif de plus de 25 000 000 \$). La définition proposée d'investisseur admissible en produits titrisés comprend également les courtiers et conseillers inscrits, les caisses de retraite réglementées, les municipalités et même les organismes de bienfaisance enregistrés qui reçoivent des conseils de conseillers inscrits.
- 2.5. Une notice d'information, telle qu'exigée par les nouveaux règlements, pourrait communiquer des informations qui sont utiles pour un investisseur potentiel en produits titrisés. Cependant, rien ne garantit que les investisseurs admissibles en produits titrisés qui reçoivent la notice d'information seront en mesure de la comprendre ou de déchiffrer ce qu'elle signifie.
- 2.6. **La nouvelle définition « d'investisseur admissible en produits titrisés » laisse la catégorie ouverte à de nombreux investisseurs qui ne pourraient pas être considérés par ailleurs comme des investisseurs avertis en matière financière, particulièrement des particuliers fortunés et des sociétés possédant un bilan important. La fortune n'est pas un critère approprié remplaçant la connaissance, l'expérience ou l'information** et dispenser des particuliers ou d'autres personnes sur cette base est inadéquat lorsqu'il n'existe pas d'autres contraintes institutionnelles ou réglementaires. La fortune n'est pas un critère de remplacement raisonnable de l'information.
- 2.7. Nous convenons avec les ACVM qu'une personne qui acquiert des titres en vertu de la dispense pour investissement d'une somme minimale (article 2.10 du Règlement 45-106) ne devrait pas être un « investisseur admissible en produits titrisés » ni être dispensée des exigences de remise du prospectus. Il n'est pas possible de présumer qu'un investisseur est un investisseur averti dans des

situations où les sommes investies sont importantes. Investir des sommes importantes n'est en aucune circonstance un critère qualifiant un investisseur averti.

- 2.8. **À la lumière du fait que la capacité d'absorber des pertes n'est pas un critère de remplacement raisonnable qualifiant un investisseur averti, FAIR Canada recommande que le paragraphe (n) et le paragraphe (p) de la définition modifiée proposée d'« investisseur admissible en produits titrisés » à l'article 1.1 du Règlement 45-106 soient supprimés.** Nous croyons que la seule catégorie d'investisseurs au détail qui serait appropriée en vertu de cette définition serait un investisseur qui a rempli des critères appropriés de connaissance active.
- 2.9. FAIR Canada craint aussi que le nombre d'investisseurs autres que des particuliers au sens de la définition d'« investisseur admissible en produits titrisés » n'auront pas non plus les connaissances nécessaires pour évaluer les risques et les avantages de produits titrisés structurés. Les régimes de retraite réglementés peuvent être très petits et administrés par des personnes qui n'ont pas une grande connaissance des placements. Beaucoup de municipalités n'ont pas les connaissances ni le savoir-faire pour évaluer convenablement les produits de titrisation structurés.² Beaucoup des conseillers pourraient ne pas être considérés comme avertis en ce qui concerne les questions de titrisation, et nous reviendrons à ce sujet au paragraphe 5.26 ci-dessous. Cela a des implications pour les conseillers eux-mêmes, mais aussi pour les organismes de bienfaisance, qui sont des investisseurs admissibles en produits titrisés s'ils sont conseillés par un conseiller inscrit (ou un « conseiller en admissibilité »). FAIR Canada recommande que les paragraphes (d), (e), (f), (i), (k) et (m) de la définition projetée d'« investisseur admissible en produits titrisés » de l'article 1.1 du Règlement 45-106 soient amendés pour inclure des exigences de connaissance et de compétences actives.

Des certifications et des contraintes de responsabilité sont nécessaires pour rendre opérationnelle la norme de connaissance active

- 2.10. **FAIR Canada suggère une norme de connaissance active pour les investisseurs admissibles en produits titrisés avec des contraintes de responsabilité appropriées, pour assurer que les courtiers et émetteurs ne soient autorisés à vendre des produits titrisés qu'aux investisseurs au détail qui possèdent une connaissance active.** À notre avis, un tel système a deux grands avantages. Premièrement, il assure un traitement égal des investisseurs sans égard à leurs moyens financiers. Deuxièmement, il donne aux courtiers, conseillers et émetteurs une incitation à assumer un rôle actif dans l'information des investisseurs au sujet des produits qui leur sont vendus, ce qui aura un effet salutaire d'amélioration des connaissances d'autres investisseurs.
- 2.11. Une norme de connaissance active permettrait de vendre des produits titrisés à un investisseur de détail en vertu d'une notice d'information sous réserve que l'acquéreur possède une connaissance active du produit vendu et des risques afférents. La connaissance active devrait être attestée de manière indépendante ou certifiée par les courtiers qui sont membres d'un organisme d'autoréglementation (« OAR »), soutenus par un fonds d'indemnisation et assujettis à une norme de responsabilité stricte. Il peut être approprié d'autoriser la certification d'investisseurs admissibles en produits titrisés pendant une période donnée plutôt que par transaction. Nous croyons que l'obligation

² Un exemple d'administrations municipales qui ont subi des pertes importantes en raison d'investissements directs dans des produits titrisés s'est produit à la fin de 2007 et au début de 2008 quand six communes norvégiennes ont subi « des pertes particulièrement importantes... en raison d'investissements faisant appel à l'effet de levier dans des produits structurés américains » (Conseil des Communes et Régions d'Europe, « La crise économique et financière : Impact sur les collectivités locales et régionales », disponible en ligne à l'adresse [http://www.ccre.org/docs/Economic_and_Financial_Crisis_\(CEMR_2009\).pdf](http://www.ccre.org/docs/Economic_and_Financial_Crisis_(CEMR_2009).pdf)). Ces communes avaient apparemment investi dans des billets structurés et un fonds d'arbitrage d'obligations municipales, tous deux créés par Citigroup pour retirer des fonds de son bilan et commercialisés comme des produits à faible risque.

d'obtenir une certification pour investir dans des produits titrisés encouragera les investisseurs à rechercher activement des informations et soulignera l'importance de la compréhension d'un produit avant d'y investir.

- 2.12. Actuellement, FAIR Canada perçoit un problème important sur le marché des titres dispensés sur lequel les intérêts des courtiers, conseillers et émetteurs et ceux des investisseurs qualifiés ne sont pas bien alignés. Les courtiers, conseillers et émetteurs n'ont pas une incitation importante à former les investisseurs sur ce qui pourrait leur être vendu puisque l'éducation des clients pourrait entraîner des frais sans avantages réels pour les courtiers, les conseillers ou les émetteurs. Nous croyons qu'une norme de connaissance active harmonisera les intérêts des uns et des autres parce que les courtiers, les conseillers et les émetteurs auront une incitation à élargir le bassin d'investisseurs qualifiés sur le marché dispensé (dans ce cas, les investisseurs admissibles en produits titrisés) en éduquant les investisseurs sur la manière d'évaluer ces produits et que cela confèrera aux investisseurs non avertis une meilleure protection.
- 2.13. Il est important de souligner que le critère de connaissance active objectif devrait s'appliquer non seulement aux particuliers, mais aussi à toute autre entité cherchant à être reconnue comme « investisseur admissible en produits titrisés ». Cependant, nous ne nous objecterions pas à ce que les tests (autres que le test pour les particuliers) permettent le placement par des personnes qui sont activement conseillées par un conseiller inscrit pour chaque opération de ce genre, sous réserve des paragraphes 2.14 et 2.15 ci-dessous.
- 2.14. Un test de connaissance objectif devrait aussi être imposé aux courtiers et aux conseillers avant qu'ils soient autorisés à conseiller des clients sur des produits titrisés. Se reporter à nos explications ci-dessous au paragraphe 5.26. Une restriction semblable devrait s'appliquer aux courtiers et aux conseillers (y compris aux conseillers en admissibilité) qui conseillent des organismes de bienfaisance ou d'autres personnes au sujet des produits titrisés.

Une meilleure surveillance du marché dispensé est nécessaire

- 2.15. L'avis 33-735 du personnel de la CVMO, *Ventes de titres dispensés à des investisseurs non qualifiés* (publié sous le numéro (2011) 34 OSCB 5424 *Sale of Exempt Securities to Non-Accredited Investors*), indique que la CVMO s'inquiète de ce que des courtiers et des émetteurs vendent des titres dispensés à des investisseurs individuels qui ne remplissent pas les critères d'investisseur qualifié et ne recueillent pas les informations sur l'identité des clients qui leur permettraient d'évaluer ces critères. FAIR Canada invite les autorités de réglementation à continuer de se montrer vigilantes afin d'assurer le respect des critères d'admissibilité existants. Étant donné que les courtiers et les émetteurs ne tiennent pas compte des limites concernant les critères d'admissibilité existants, nous recommandons une surveillance plus étroite (peut-être par de meilleurs systèmes ou par une augmentation des ressources) des critères actuels pour le marché dispensé en général et dans l'évaluation de l'application des nouveaux critères établis dans la définition d'« investisseur admissible en produits titrisés », y compris le projet de critère de connaissance active que recommande FAIR Canada. Le marché dispensé a besoin d'une surveillance efficace pour que les investisseurs soient adéquatement protégés.

FAIR Canada soutient la révision des dispenses de prospectus pour le marché dispensé et pas simplement pour les produits titrisés

- 2.16. FAIR Canada accueille avec joie l'affirmation des ACVM disant « 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 ». Toutes nos critiques

concernant la dispense des investisseurs qualifiés et les critiques corollaires de la somme minimale d'investissement s'appliquent en termes généraux et pas seulement au marché des produits titrisés.

2.17. De plus, FAIR Canada recommande que les dispenses du Nord et de l'Ouest, qui soustraient des particuliers et des sociétés aux obligations d'inscription des courtiers de la Norme canadienne 31-103, soient révoquées étant donné l'importance des préoccupations concernant la protection des investisseurs qui en découlent.³ À l'heure actuelle, n'importe qui (même quelqu'un dont la malhonnêteté ou le manque d'intégrité a été prouvé) peut vendre des produits sur le marché dispensé à haut risque au public investisseur, y compris à des groupes vulnérables comme le troisième âge. Les particuliers devraient être tenus de s'inscrire comme courtiers du marché dispensé comme il avait été envisagé initialement dans le Modèle de relation client-conseiller.

3. FAIR Canada recommande que les ACVM mettent en place, pour les opérations de titrisation, des obligations de rétention du risque de crédit égales ou supérieures aux normes des pays à l'avant-garde. Si ces exigences ne sont pas imposées, on constatera une augmentation importante du risque que le Canada soit utilisé comme « dépotier » pour la titrisation.

3.1. À la fois les États-Unis (par le biais de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la « *Loi Dodd-Frank* ») et les pays membres de l'Union européenne (voir l'article 122a des Directives sur les exigences en matière de fonds propres de l'UE (2009/111/EC), « article 122a ») ont déjà adopté des règles exigeant la rétention d'une part du risque de crédit dans les opérations de titrisation. FAIR Canada souscrit à cette approche qui permet un meilleur alignement des intérêts économiques dans le processus de titrisation, ce qui est une réponse nécessaire à la crise financière récente.

Problèmes découlant du modèle « octroyer et céder »

3.2. Les exigences de rétention du risque comblent une des principales lacunes du marché de la titrisation, que les ACVM soulignent dans l'Avis, à savoir le modèle « octroyer et céder » qui permettait la production, la distribution et l'amplification (par des opérations sur dérivés) de grands nombres de produits titrisés dont les actifs sous-jacents étaient de mauvaise qualité. Cela s'est notamment produit avec des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis, qui ont créé un risque systémique non seulement en aval de ces titres pour les porteurs mais en amont également (puisque les actifs de mauvaise qualité étaient créés afin d'alimenter une demande de produits titrisés). Le risque systémique s'est rapidement propagé avec des résultats désastreux.

3.3. En plus des problèmes de risque systémique, le modèle « octroyer et céder » fait courir des risques inacceptables aux personnes qui investissent dans ces titres particuliers. En termes simples, même les exigences d'information les plus robustes ne seront pas en mesure de fournir aux investisseurs une connaissance suffisante pour juger adéquatement un ensemble d'actifs que l'initiateur considère comme indignes d'y investir. Le problème fondamental des actifs octroyés et cédés est le manque d'incitation à créer des actifs de qualité. Si les actifs sont de mauvaise qualité, cela ne représente pas seulement un

³ Voir l'Avis 31-312 du personnel des ACVM daté 7 août 2009, à l'adresse http://www.nbsc-cvmb.ca/nbsc/uploaded_topic_files/31-312-CSAN-08-07-09-F.pdf. David Baines, reporter économique du *Vancouver Sun*, a publié plusieurs articles récemment au sujet de David Michaels, qui s'en est pris à des personnes du troisième âge sur le marché dispensé de la Colombie-Britannique. Voir <http://www.vancouversun.com/Baines+Securities+Commission+says+will+review+rules+sale+exempt+securities/5063440/story.html>

risque pour le marché dans son ensemble mais aussi pour les investisseurs manquant assez de sagesse pour acheter ces titres.

- 3.4. Le modèle « octroyer et céder » a été nettement préjudiciable pour les marchés mondiaux dans leur ensemble parce qu'il encourageait l'amplification de l'aléa moral dans l'ensemble du marché de titrisation, créant un risque systémique non seulement à cause de la titrisation, mais aussi à cause de l'utilisation de produits dérivés sur crédit, de dettes adossées à des créances et d'outils similaires pour exploiter l'effet de levier. La grande disponibilité de ces produits financiers complexes rend particulièrement importants 1) l'accès du marché à des informations précises, détaillées et complètes au sujet de ces produits et 2) la limitation de la catégorie des acquéreurs qualifiés aux personnes et aux entités qui comprennent la nature de ces produits. Nous estimons que cela peut se faire par l'utilisation d'une norme de « connaissance active » pour déterminer un investisseur admissible en produits titrisés (section 2).
- 3.5. Les incitations qui ont créé le modèle « octroyer et céder » n'ont pas disparu. Elles sont inhérentes au marché libre qui permet la commercialisation de titres employant des produits financiers complexes pour diffuser le risque. Tant que les initiateurs ne seront pas tenus de garder un enjeu dans la partie, le modèle « octroyer et céder » continuera d'être viable, particulièrement s'il n'y a pas suffisamment de contrôle de l'information en place pour permettre aux investisseurs de surveiller le rendement des actifs titrisés (voir article 4 ci-dessous).
- 3.6. FAIR Canada craint qu'en n'éliminant pas ou n'encadrant pas le modèle « octroyer et céder » par des obligations de rétention du risque, le Canada ne devienne un endroit intéressant pour des actifs (titrisés) qui ont été créés uniquement en vue d'être vendus. À la fois les États-Unis et l'Union européenne mettent en place des exigences de rétention du risque qui rendront difficile, voire impossible, le placement d'actifs purement sur une base « octroyer et céder » dans ces territoires de compétence. Si le Canada ne suit pas leur exemple et ne met pas en place des obligations de rétention du risque, il deviendra une cible logique pour ceux qui chercheront à titriser des actifs qui ont été créés uniquement pour s'en défaire sur des investisseurs.
- 3.7. FAIR Canada met en garde et prévient que le modèle adopté par les États-Unis dans le cadre de la *Loi Dodd-Frank*, qui prévoit de grandes catégories d'opérations de titrisation dispensées, n'est pas suffisant pour décourager complètement la titrisation d'actifs de mauvaise qualité. Les tests appelés « *bright line* », comme ceux que propose la *Loi Dodd-Frank* pour que les actifs puissent être dispensés de l'exigence de rétention du risque pour les opérations de titrisation, échouent invariablement à mesure que des produits sont conçus (et que des actifs sont créés) pour contourner les règles. Ces règles peuvent échouer de manière catastrophique, particulièrement lorsque le marché compte en grande partie sur l'autodiscipline des initiateurs. FAIR Canada croit que les règlements sur la rétention du risque devraient viser à décourager le modèle « octroyer et céder »; les dispenses pourraient rendre cette réglementation inopérante. Les initiateurs profitent des dispenses pour essayer d'éviter l'obligation de la rétention du risque, ce qui ouvre la porte aux mêmes abus que ceux qu'a entraînés le modèle « octroyer et céder ». **FAIR Canada recommande d'adopter un régime similaire à celui du modèle européen en vertu de l'article 122a, qui prévoit un encadrement et ne permet aucune dispense des exigences de rétention du risque basées sur des critères essayant de déterminer la qualité des biens en garantie ou d'autres facteurs.** Si le Canada permet des dispenses que l'Union européenne n'autorise pas, il risque de devenir une destination de choix pour les personnes cherchant à créer et placer des produits de mauvaise qualité néanmoins conformes techniquement aux règles canadiennes.

- 3.8. L'aspiration des initiateurs et émetteurs à une certaine souplesse des règles de la rétention du risque est compréhensible, mais FAIR Canada croit fermement que toute tentative de réglementer insuffisamment ce secteur ferait du marché canadien une cible potentielle.

Types et niveau de rétention du risque

- 3.9. FAIR Canada aimerait répondre à la question des ACVM au sujet des « types et niveaux de rétention du risque qui conviendraient ». Premièrement, FAIR Canada croit, comme l'expliquent les paragraphes 3.2 à 3.8 ci-dessus, que les dispenses des exigences de rétention du risque ne sont pas adéquates puisqu'elles augmentent nettement le risque systémique. Les dispenses de la rétention du risque peuvent devenir un moyen de dissimulation réglementaire par lequel des produits de moindre qualité peuvent être lancés; les contrats de swap, les produits dérivés et d'autres outils exploitant le levier financier peuvent être employés pour créer des ensembles plus importants de risque qui peuvent éventuellement avoir des effets systémiques nocifs.
- 3.10. Quant aux niveaux de rétention du risque qui conviendraient, nous remarquons que, bien que l'article 122a ne propose comme exigence de rétention du risque que cinq pour cent, l'Allemagne a indiqué qu'elle exigera une rétention du risque de dix pour cent après 2014. L'Allemagne a pris cette mesure en réaction aux craintes qu'une exigence de rétention du risque de cinq pour cent soit insuffisante pour augmenter le degré de protection des investisseurs, puisque cinq pour cent étaient déjà communément appliqués sur le marché et qu'il pourrait être possible pour certaines catégories d'actifs qu'une rétention de cinq pour cent ne soit pas suffisante pour aligner les intérêts des initiateurs sur ceux des investisseurs. **FAIR Canada recommande par conséquent l'exigence d'une rétention du risque de dix pour cent.** Les comités de la Diète fédérale allemande qui ont examiné les minimums de rétention du risque ont constaté qu'une rétention de cinq pour cent était déjà commune (quoique non universelle) sur les marchés de la titrisation, même au moment de la crise financière de 2007-2008. Cela semble être la raison pour laquelle ils ont décidé que cinq pour cent ne suffiraient pas pour aligner les intérêts des initiateurs sur ceux des investisseurs.
- 3.11. En outre, étant donné que la rétention du risque est déjà commune (bien que loin d'être universelle) sur le marché de la titrisation, il semble que les investisseurs aspirent à une garantie supplémentaire de rétention du risque par les initiateurs. Pour cette raison, nous encourageons les ACVM à envisager de relever la limite.
- 3.12. Enfin, FAIR Canada souhaite souligner que toutes ces exigences de rétention du risque ne parviendront pas à garantir que l'objectif souhaité sera atteint à moins que les règles du marché dispensé soient nettement resserrées, comme nous l'expliquons dans la section 2 ci-dessus.
- 4. FAIR Canada recommande que les ACVM mettent en œuvre des exigences d'information se rapportant aux actifs, aux prêts et aux paiements avec un degré de détail égal ou supérieur à celui exigé dans les pays à l'avant-garde pour l'information sur les actifs titrisés et les structures de paiement. Si de telles exigences ne sont pas imposées, on constatera une augmentation importante du risque que le Canada soit utilisé comme « dépotier » pour les opérations de titrisation qui ne respectent pas les normes internationales.**
- 4.1. À la fois les États-Unis (par le « Règlement AB II » adopté en avril 2010) et les pays membres de l'Union européenne (par la Directive prospectus de l'UE) ont déjà adopté des règles exigeant la communication d'informations au niveau du prêt dans les opérations de titrisation. FAIR Canada note que les

informations au niveau du prêt deviennent rapidement une norme internationale, mais que les ACVM ne proposent pas de les exiger dans les Projets de règlements sur les produits titrisés.

- 4.2. Le Règlement AB II exige aussi que les émetteurs rendent disponibles des programmes informatiques qui modélisent une « cascade » des flux monétaires, projetant les flux monétaires et la répartition des pertes lorsque les données concernant un ensemble d'actifs sont saisies. Ces informations concernant les actifs d'une caisse peuvent être projetées ou peuvent être mises à disposition par le biais de la communication obligatoire d'informations au niveau des prêts en vertu du Règlement AB II.
- 4.3. Ces deux exigences d'information sont fondamentales et essentielles pour la bonne surveillance et la compréhension des opérations de titrisation, particulièrement celles émises en tranches à niveaux multiples. Sans une compréhension précise du mécanisme de la « cascade », un investisseur potentiel n'est pas en mesure d'évaluer convenablement le risque d'un titre; sans informations au niveau du prêt, les opérations de titrisation sont des « boîtes noires » dans lesquelles il devient impossible de mesurer le rendement.
- 4.4. Les pires excès du marché de la titrisation d'avant la crise ont été imputés à la fois 1) à l'absence d'informations au niveau du prêt et 2) à la modélisation mathématique insuffisante ou incomplète (que les exigences concernant la « cascade » sont sensées compléter et résoudre). Aucune quantité d'informations ni aucune aide à modéliser convenablement et prudemment ne peut empêcher l'abus de la titrisation d'actifs toxiques. Cependant, ce sont des outils précieux que les investisseurs avertis peuvent utiliser pour cibler (et faire ressortir) les pires abus.
- 4.5. À moins d'une obligation de fournir de tels outils aux investisseurs, le Canada deviendra un lieu de prédilection pour la titrisation d'actifs de la plus mauvaise qualité. Un émetteur craignant la mauvaise qualité de ses fonds et craignant que les actifs qu'il titrise soient « fragiles » en cas de ralentissement du marché préférera émettre sur le marché canadien où ces outils ne sont pas exigés et où la « cascade » ne divulguera pas le risque de baisse. En outre, un émetteur qui essayait « d'enfouir » des actifs non productifs voire toxiques dans son ensemble d'actifs titrisés préférerait le faire au Canada si les informations au niveau du prêt ou au niveau de l'actif ne doivent pas obligatoirement être divulguées. Étant donné que d'autres pays (en particulier l'UE et les États-Unis) adoptent des obligations de divulguer ces informations, le Canada doit mettre les mêmes exigences en place. Sinon, les émetteurs pourront dissimuler de mauvais actifs dans leurs fonds de titrisation.
- 4.6. FAIR Canada considère que la possibilité pour les investisseurs de savoir exactement dans quoi ils investissent est un principe fondamental du marché des valeurs mobilières canadien. La divulgation d'informations au niveau des actifs ou du prêt est fondamentale pour respecter ce principe de base.
- 4.7. Pour la question particulière des informations au niveau de l'actif ou du prêt, si le choix d'un modèle d'informations préoccupe, l'UE a déjà traité de la question d'un modèle approprié dans un contexte transnational et, par conséquent, l'adoption de son modèle d'informations (dans les grandes lignes) pourrait être approprié.

5. Les réponses de FAIR Canada aux « Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés »

- 5.1. FAIR Canada n'a pas de commentaires pour toutes les « Questions relatives aux projets de règlements sur les produits titrisés » des pages 3822-3828 de l'Avis. Nous préciserons par conséquent chaque question pour laquelle nous avons des commentaires en indiquant son numéro.

Question 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 ?*

- 5.2. FAIR Canada convient que les trois principes que les ACVM ont pris en compte sont importants et a deux commentaires supplémentaires. Premièrement, l'évitement de risque systémique par la transparence devrait être souligné comme un principe directeur particulièrement important sous-tendant les règlements sur la titrisation. Comme il a été expliqué au paragraphe 3.2 ci-dessus, le risque systémique est amplifié par l'utilisation de dérivés sur crédit et d'outils d'exploitation du levier financier similaires. Nous comprenons que ces outils sont une partie reconnue des marchés financiers internationaux, mais ils nécessitent que le marché valide soigneusement et énergiquement les actifs pour les instruments de titrisation. Par conséquent, il est crucial pour l'intégrité et la réputation du marché que la profondeur et la qualité des données au sujet des produits titrisés demeurent aussi grandes que possible.
- 5.3. Deuxièmement, nous attirons l'attention sur le fait que, contrairement à l'impression donnée par les ACVM, l'absence de bulle de titrisation des hypothèques à risque n'était pas attribuable à une efficacité particulière des règlements canadiens sur la titrisation, mais plutôt aux caractéristiques particulières du marché hypothécaire canadien. L'absence d'une telle bulle ne devrait pas être interprétée comme « l'illustration d'un succès » pour atténuer la nécessité d'une réglementation vigoureuse des opérations de titrisation. Le Canada n'avait pas de prêts hypothécaires à risque susceptibles de créer cette bulle; c'est un accident de la réglementation hypothécaire canadienne, pas une caractéristique de la réglementation canadienne en matière de titrisation.

Question 2 – *... 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 ?*

- 5.4. Oui. La réponse à cette question se trouve à l'article 3 ci-dessus.

Question 3 – *La Loi Dodd-Frank a modifié le Securities Act of 1933 américain afin d'interdire aux promoteurs, aux placeurs et aux « placements 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 ?*

- 5.5. Il serait imprudent pour les ACVM d'essayer de réglementer uniquement les conflits d'intérêts « observés actuellement au Canada ». Si les investisseurs doivent attendre que les conflits d'intérêts éclatent avant que les autorités de réglementation interviennent, celles-ci n'interviendront jamais qu'avec un temps de retard. L'objet de ces projets aux États-Unis est d'empêcher les conflits d'intérêts inhérents dans le fait que les banques détiennent une garantie de deuxième ou de troisième rang sur des actifs alors qu'elles détiennent également une première garantie au nom des investisseurs en titres adossés à des hypothèques. Il n'est pas impossible qu'un tel conflit puisse surgir au Canada dans un contexte différent, où les banques canadiennes servent une garantie sur une propriété alors que la banque possède différents types de recours contre le propriétaire. Les ACVM devraient interdire les opérations qui impliqueraient ou entraîneraient des conflits d'intérêts importants.

Question 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... ?*

- 5.6. FAIR Canada croit que la rétention du risque sur la base d'une « tranche verticale » (ou plus stricte) devrait être un critère de norme minimale pour le régime de prospectus. Comme il a été expliqué à la section 3, FAIR Canada prie instamment les ACVM d'envisager des normes plus strictes, y compris la possibilité d'augmenter les exigences minimales de rétention du risque. FAIR Canada ne s'oppose pas à l'idée d'autoriser les émetteurs à conserver une plus grande part des paniers ou des tranches plus risqués. Cependant, nous notons que le risque relatif des paniers ou des tranches peut laisser place à une interprétation et que la méthode la plus sûre d'assurer l'application de critères appropriés consiste à insister sur la méthode de la tranche verticale, avec la rétention d'un montant minimum de toutes les tranches ou de tous les paniers. Des dérogations à la méthode de la tranche verticale pourraient être adoptées quand 1) un émetteur conserve une position « horizontale » de perte de premier rang sur une certaine somme minimale ou 2) l'émetteur conserve un « intérêt dit en L » dans lequel une partie de l'intérêt retenu est une tranche verticale et le reste, une tranche de perte de premier rang ou 3) l'émetteur conserve un fonds de fiducie de réserve de trésorerie équivalent à l'intérêt résiduel exigé.

Question 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 ?*

- 5.7. Comme l'explique la section 4 ci-dessus, FAIR Canada craint que, si les informations détaillées au niveau de l'actif ou du prêt ne sont pas exigées, alors qu'elles le sont dans les nouvelles règles américaines et européennes, les émetteurs et initiateurs d'actifs de titrisation de moindre qualité seront naturellement attirés par le Canada comme le territoire qui leur permet de se soustraire à ces obligations d'information. Toutes choses étant égales par ailleurs, le résultat net sera une migration des actifs de mauvaise qualité vers le marché canadien, ce qui ne serait pas dans l'intérêt des participants du marché des capitaux, ni des investisseurs.

Question 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 ?*

- 5.8. Prière de vous reporter aux explications ci-dessus à la section 4 et au paragraphe 5.6.

Question 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 parti, 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 ?*

- 5.9. De l'avis de FAIR Canada, les émetteurs ne doivent en aucune circonstance être autorisés à éviter de déposer des états financiers. Il est fondamental pour le système de réglementation des valeurs mobilières que les émetteurs de titres dévoilent leur santé et leur situation financières aux investisseurs.

Question 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 ?*

- 5.10. FAIR Canada considère que chacun de ces nouveaux documents est analogue aux documents de base existants dans les exigences actuelles et que chacun revêt une importance cruciale pour évaluer le rendement continu d'un produit titrisé.

Question 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 ?*

- 5.11. FAIR Canada est d'avis que les ACVM devraient se concentrer sur la réforme du marché dispensé dans son ensemble. Toutes nos critiques à la section 2 ci-dessus s'appliqueraient également au marché dispensé dans son ensemble, quels que soient la complexité supplémentaire de produits titrisés et les risques additionnels qu'impose leur structure exclusive.

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

- 5.12. Sous réserve que le marché dispensé de produits titrisés soit convenablement encadré, avec un critère objectif de connaissance active, et que des protections de l'information adéquates soient en place, FAIR Canada considère qu'il peut être permis, voire qu'il est souhaitable, de vendre des produits titrisés sur le marché dispensé. En l'absence des mesures que nous recommandons dans les sections 2, 3 et 4, FAIR Canada considérerait inapproprié de permettre la vente de produits titrisés sur un marché dispensé à la catégorie d'investisseurs expliquée à la section 2 ci-dessus.

Question 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.*

- 5.13. Veuillez vous reporter à la section 2 ci-dessus et aux paragraphes 5.2 6 et 5.27 ci-dessous. Les investisseurs qui ne sont pas des « investisseurs admissibles en produits titrisés » avec les réserves complémentaires de nos commentaires à la section 2 ci-dessus ne devraient pas être autorisés à acheter des produits titrisés sur le marché dispensé par l'intermédiaire d'un inscrit qui n'est tenu qu'à une obligation de convenance.

Question 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 ?...*

- 5.14. Comme l'explique la section 2 ci-dessus, FAIR Canada considère qu'il est inapproprié de substituer la capacité réelle ou imputée d'absorber des pertes au critère d'investisseur averti. Nous croyons qu'une norme de « connaissance active » devrait être utilisée pour identifier les investisseurs « avertis ». Pour le moins, nous recommandons que les paragraphes (n) et (p) de la définition d'« investisseur admissible en produits titrisés » du projet d'article 1.1 du Règlement 45-106 soient supprimés. Veuillez vous reporter à notre explication de la section 2 de nos commentaires pour des explications plus complètes et les détails sur les propositions de FAIR Canada concernant la définition d'« investisseur admissible en produits titrisés ».

Question 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 proposé 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 ?

- 5.15. FAIR Canada croit que le modèle de dispense de prospectus des investisseurs qualifiés doit être révisé et présente ses commentaires sur le sujet à la section 2 ci-dessus. Nous sommes opposés à une dispense de prospectus pour un investissement d'une somme minimale comme l'explique la section 2 ci-dessus. Les conditions supplémentaires présentées ci-dessus ne répondraient pas à nos préoccupations concernant le modèle actuel. En particulier, nous relevons que l'ajout d'obligations d'information supplémentaire ne répond pas à notre crainte que les investisseurs qualifiés (telle que cette catégorie est actuellement définie) n'aient pas nécessairement les connaissances et le savoir-faire voulus pour comprendre ces informations. Si le problème est un manque de connaissances spécialisées, des renseignements supplémentaires ne suffisent pas pour faciliter la compréhension.

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 ?

- 5.16. FAIR Canada s'oppose vivement à toute dispense de l'obligation de prospectus sur la base de l'investissement d'une somme minimale, pour des motifs semblables à ceux expliqués à la section 2 ci-dessus. Une telle dispense pourrait causer des préjudices réels aux marchés.

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 ?...

5.17. Pour être dispensé des projets de règlements relatifs aux produits titrisés, FAIR Canada croit que le papier commercial adossé à des actifs (« PCAA ») devrait démontrer qu'il n'est pas sensible aux problèmes apparus aux États-Unis sur le marché de la titrisation d'hypothèques à risque qui a précipité ces projets de règlements. À notre avis, le PCAA ne l'a pas fait. Les conduits de PCAA comportent une faiblesse structurelle qu'il est impossible d'éviter; ils émettent des obligations à court terme adossées à des actifs à long terme⁴ et ne sont pas structurés avec un alignement suffisant des intérêts de sorte à les isoler de tout risque systémique. Un tel marché est, de l'avis de FAIR Canada, mal adapté à une dispense de la réglementation des valeurs mobilières quelles que soient les protections additionnelles incluses dans ces titres.

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

5.18. FAIR Canada croit que la vente de produits titrisés ne devrait être autorisée qu'à des personnes ayant un niveau minimal de connaissance active objective des produits particuliers qu'elles achètent et des risques afférents. FAIR Canada invite instamment les autorités de réglementation à réformer l'ensemble du marché dispensé sur la même base. Nous croyons qu'une norme de « connaissance active » harmonisera les intérêts parce que les courtiers, les conseillers et les émetteurs auront une incitation à élargir le bassin des investisseurs qualifiés du marché dispensé (en l'occurrence, les investisseurs en produits titrisés) en informant les investisseurs au sujet de ces produits. Cela protégera les investisseurs non avertis des produits hautement complexes qu'ils ne comprennent pas.

Question 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 ?*

5.19. FAIR Canada considère que, en général, la communication d'information standardisée précise améliore la connaissance du marché, améliore l'exhaustivité et la qualité des informations fournies et que ces facteurs améliorent la stabilité à la fois des produits titrisés eux-mêmes et du système financier dans son ensemble en période de tensions.⁵ Nous exprimons par conséquent une forte préférence pour une forme normalisée précise et obligatoire de l'information à fournir parce qu'elle répondrait au deuxième principe général énoncé de ces réformes – faciliter la transparence du marché de titrisation pour qu'il puisse continuer de fonctionner même en période de tension financière.

Question 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 ?*

5.20. FAIR Canada convient que les investisseurs devraient avoir le droit de poursuivre l'émetteur, le promoteur et tout preneur ferme en dommages-intérêts si la notice d'information exigée par la dispense de produits titrisés contient une déclaration fautive ou trompeuse, sans qu'il soit nécessaire que

⁴ John Chant, *The BCP Crisis in Canada: The Implications for the Regulation of Financial Markets* (en ligne : <<http://www.expertpanel.ca/documents/research-studies/The%20ABCP%20Crisis%20in%20Canada%20-%20Chant.English.pdf>>)

⁵ Voir Hendry, Lavoie et Wilkins, « Produits titrisés, communication d'informations et réduction du risque systémique », Banque du Canada : *Revue du système financier*, juin 2010, page 55, et Conseil de stabilité financière, *Improving Financial Regulation: Report of the FSB to G20 Leaders*, 25 septembre 2009.

l'investisseur prouve qu'il s'est fondé sur cette déclaration fausse ou trompeuse. Les mêmes droits que ceux d'un prospectus ou d'un appel public à l'épargne devraient s'appliquer.

- 5.21. FAIR Canada note que, en vertu du régime de réglementation actuel de notice d'offre en Ontario, les spécialistes qui donnent leur consentement pour que leurs rapports soient déposés dans le cadre de la notice d'offre ne sont pas assujettis à des sanctions civiles. Bien que nous reconnaissons qu'il peut être inadéquat que ces spécialistes soient assujettis au régime pour une notice d'information pour des produits titrisés du moment qu'ils ne sont pas assujettis pour une notice d'offre, nous considérons que c'est un domaine dans lequel la loi pourrait être utilement harmonisée « à la hausse » en faveur d'une plus grande protection des investisseurs. Le même raisonnement s'applique aux administrateurs des émetteurs et des vendeurs qui sont passibles de sanctions civiles pour les prospectus, mais non pour une notice d'offre.
- 5.22. Enfin, FAIR Canada suggère l'ajout d'une éventuelle catégorie supplémentaire au régime de responsabilité réglementaire pour les produits titrisés. Les émetteurs de produits titrisés sont, habituellement, des structures créées exclusivement pour l'émission de titres. Elles n'ont généralement aucune vocation en dehors de l'opération de titrisation et sont souvent créées exclusivement pour dégager la responsabilité d'une société mère. Par conséquent, FAIR Canada recommande que les ACVM envisagent d'étendre le régime de responsabilité réglementaire à tout promoteur de produits titrisés.

Question 43 – *La loi devrait-elle prévoir des sanctions civiles pour information fausse 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 ?*

- 5.23. FAIR Canada convient qu'il devrait exister des sanctions civiles pour toute déclaration fausse ou trompeuse dans l'information continue fournie par un émetteur de produits titrisés et croit que le régime de responsabilité du marché secondaire de l'Ontario est un modèle utile qui peut guider les ACVM.

Question 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 ?*

- 5.24. FAIR Canada croit que les investisseurs devraient avoir les mêmes droits de résolution concernant les notices d'information sur les produits titrisés que ceux d'une émission par prospectus. FAIR Canada est en désaccord avec l'idée de prévoir simplement une « période d'attente » ou un « droit d'annulation ». En particulier, FAIR Canada croit que les investisseurs devraient obtenir le retour à l'état antérieur au contrat et obtenir les pleins montants d'argent qu'ils ont investis (sans pénalité ni frais) s'ils exercent leur droit de résolution et non un « droit d'annulation » ou une « période d'attente » qui ne leur donnerait droit qu'au moindre 1) du montant investi et 2) de sa valeur actuelle, après annulation.

Question 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 ?*

- 5.25. Non. Prière de consulter le paragraphe 5.26 ci-dessous et le paragraphe 2.17 ci-dessus. La vente des produits titrisés ne devait pas être autorisée sous réserve des dispenses du Nord et de l'Ouest.

Question 47 – *Pour avoir droit à la dispense pour produit titrisé proposé 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 ?

5.26. FAIR Canada craint l'inexpérience et le manque de compétences ou de connaissances possibles chez les inscrits comme chez les « investisseurs admissibles en produits titrisés ». Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les produits titrisés sont complexes et sont souvent fortement structurés d'une manière difficile à comprendre par des non-spécialistes. Par conséquent, on ne peut pas s'attendre à ce que tous les inscrits les comprennent bien. Pour ce qui est du marché des investisseurs, nous avons proposé une norme de connaissance active objective qui devrait être démontrée avant qu'un investisseur soit autorisé à acheter les produits titrisés. Pour les inscrits, nous proposerions de la même façon une norme de connaissance active objective avant que les inscrits soient autorisés à donner des conseils aux acheteurs concernant les produits titrisés. De plus, pour les inscrits, il devrait exister un moyen d'acquérir les connaissances et les compétences nécessaires concernant les produits titrisés dans le cadre de la formation fournie par l'autorité d'inscription.

Nous vous remercions de nous avoir donné l'occasion de présenter nos commentaires et nos opinions dans ce mémoire. Nous acceptons volontiers sa publication et serions heureux d'en approfondir le contenu avec vous au moment qui vous conviendra. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto (416 572-2282/ermanno.pascutto@faircanada.ca) ou Marian Passmore (416 572-2728/marian.passmore@faircanada.ca).

Sincèrement,



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

cc : 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