

Commentaires  
du Mouvement des caisses Desjardins  
dans le cadre de la consultation sur  
*les projets de Règlements  
des produits titrisés au Canada*

présentés aux  
Autorités canadiennes  
en valeurs mobilières

Juin 2011

---

## Introduction

---

Le Mouvement Desjardins (Desjardins), avec un actif global de l'ordre de 184 milliards de dollars, est le plus important groupe financier coopératif au Canada et le sixième en importance dans le monde. S'appuyant sur la force de son réseau de caisses au Québec et en Ontario, ainsi que sur l'apport de ses filiales dont plusieurs sont actives à l'échelle canadienne, il offre toute la gamme des produits et services financiers à ses 5,8 millions de membres et clients – particuliers et entreprises. Desjardins c'est aussi le regroupement d'expertises en gestion de patrimoine, en assurances de personnes et de dommages, en services aux entreprises de toutes tailles, en valeurs mobilières, en gestion d'actifs, en capital de risque, ainsi que des modes d'accès virtuels sécuritaires à la fine pointe de la technologie dans un concept d'offre intégrée unique au Canada. L'un des plus importants employeurs au pays et lauréat 2010 du Programme des 10 cultures d'entreprise les plus admirées au Canada<sup>MC</sup>, il mise sur la compétence de ses 42 500 employés et l'engagement de près de ses 6 000 dirigeants élus. En 2010, le Mouvement Desjardins a été consacré l'institution bancaire de l'année au Canada par la revue britannique *The Banker*.

Desjardins remercie les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) de lui donner l'occasion de répondre aux questions soulevées dans les projets suivants : « Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés », « Règlement 51-106 sur les obligations d'information continue applicables aux produits titrisés », « Règlement modifiant le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs », « Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription », « Règlement modifiant le Règlement 45-102 sur la revente de titres », « Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue ».

## a) Questions générales

---

1. Nous (ACVM) 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?**

R. Desjardins est en accord avec les principes énoncés indiquant de renforcer la résilience du marché des capitaux, de promouvoir une transparence accrue ainsi que d'offrir un meilleur accès à l'information pour les investisseurs tout en tenant compte des caractéristiques spécifiques du marché canadien de la titrisation. Toutefois, il ne faudrait pas que les nouvelles mesures réglementaires viennent entraver la liquidité d'un marché qui n'est pas encore complètement remis de la crise du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) en 2007. De plus, une amélioration de la coordination entre les autorités réglementaires pourrait réduire les risques de nouvelles crises.

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?**

R. Desjardins appuie le principe de rétention de risque relatif aux produits titrisés. Aux États-Unis, la loi Dodd-Frank a proposé, entre autres, une rétention de chaque classe d'actif de produits titrisés (rétention verticale) pour un minimum de 5% ainsi qu'une rétention pour les premières pertes (rétention horizontale) d'un minimum également de 5%. L'obligation de rétention du risque relatif aux produits dérivés pourrait contribuer à réduire les risques du modèle « acquérir pour distribuer » qui caractérisent le marché du PCAA non-bancaire. En ne supportant pas le risque de défaillance, ce modèle incite l'initiateur des produits titrisés à se déresponsabiliser et à maximiser les profits à court terme par les revenus tirés du placement, du montage de la transaction et finalement, à transférer tous les risques aux investisseurs.

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?**

R. Desjardins est favorable à ce principe de la loi Dodd-Frank. Cette interdiction vise à éviter un conflit d'intérêts entre les participants de marché des produits titrisés. Bien que nous soyons en faveur de l'indépendance des promoteurs, des placeurs et des placements agents, nous croyons qu'il faut être prudent dans l'interprétation de cette loi. À notre avis, le concept

principal de cette règle concerne les conflits d'intérêts et les fraudes. Afin d'éviter tout conflit, il faut s'assurer de l'indépendance de certaines filiales et de la saine gestion de certains secteurs au sein d'un même groupe quant à la séparation des tâches ainsi que la sécurité informatique. Desjardins ajouterait certaines exceptions à la règle, par exemple la possibilité pour un gestionnaire d'actifs de pouvoir acquérir jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage, pour ses clients institutionnels, une émission d'un produit titrisé émis par une autre filiale d'un même groupe.

**4. Y a-t-il des situations dans lesquelles nous devrions exiger l'indépendance entre certaines parties importantes? Dans l'affirmative, lesquelles ?**

R. Desjardins est d'avis que l'indépendance entre les promoteurs, les placeurs et les placements agents pourrait réduire les conflits d'intérêts ou les fraudes. Concernant les prêts « subprime » aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a poursuivi une banque d'investissement (placeurs et « placements agents ») pour fraude. La SEC accusait cette dernière d'avoir caché à ses investisseurs que l'un de ses clients, un fonds d'investissement (promoteur), transigeait des positions contre ce produit financier. Le fonds d'investissement aurait participé au choix des titres et aurait sélectionné des créances (portefeuille de prêts hypothécaires subprime) dont il anticipait une chute. La banque d'investissement mentionnait à ses clients que ces titres étaient choisis par un tiers indépendant et objectif. Ainsi, le promoteur pariait à la baisse sur ces titres tout en continuant de vendre à ses clients ces actifs toxiques. Dans cette situation précise, il y avait clairement un conflit d'intérêts et de fraudes. Une indépendance accrue entre les parties pourrait réduire ces risques.

**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 »?**

R. Desjardins croit qu'il faut être plus explicite dans la définition de « produit titrisé ». Une des distinctions importante à apporter concerne les produits titrisés dont les actifs sous-jacents sont au bilan (prêts, comptes à recevoir...) par rapport à ceux qui sont hors-bilan ou synthétiques (produits dérivés). Les risques des produits titrisés qui demeurent au bilan ou ceux qui sont hors bilan peuvent être très différents. Par ailleurs, une description exhaustive de la nature des sous-jacents ainsi que des effets de levier serait impérative.

**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?**

R. Desjardins est en accord avec l'exclusion des obligations sécurisées du champ d'application des projets de règlements sur les produits titrisés mais croit que cette exclusion ne devrait s'appliquer qu'aux obligations sécurisées de prêts hypothécaires SCHL. Les actifs titrisés classiques comportent davantage de risques que les obligations sécurisées, car les investisseurs ne bénéficient pas d'un recours contre l'émetteur et pourraient être remboursés par anticipation.

**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?**

R. Desjardins croit que tous les produits titrisés, sauf les obligations sécurisées de prêts hypothécaires SCHL et les titres de créances de prêts hypothécaires TH LNH, devraient être inclus dans les projets de règlements.

## **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)?**

R. Desjardins est d'avis de ne pas restreindre le marché sur les types de placements de titres adossés à des actifs. La responsabilité incombe à l'investisseur de faire une évaluation des risques et de juger de la qualité et de la pertinence d'un instrument financier. De plus, Desjardins est favorable aux restrictions du Reg AB, émises par la SEC, car ces mesures du Reg AB (plafond du préfinancement de 50% à 10%, limites aux périodes de rechargement des opérations adossées à des actifs non renouvelés de 3 ans à 1 an, etc.) permettent de réduire les risques liés aux produits titrisés.

**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?**

R. Le temps accordé aux investisseurs pour consulter et analyser les suppléments de prospectus préalable est raisonnable en autant que le prospectus est disponible 10 jours ouvrables avant une souscription. Ce temps est jugé satisfaisant pour évaluer l'information au niveau des actifs sous-jacents (au bilan ou hors bilan). Desjardins est d'accord d'exiger que les suppléments soient déposés au moyen du site SEDAR avant la première souscription. Cette publication d'information favoriserait la transparence ainsi que le déploiement simultané à tous les investisseurs.

**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 %;**

R. Desjardins est d'accord avec le principe d'une tranche verticale de risque qui permettrait d'aligner les intérêts des souscripteurs avec ceux des émetteurs et ainsi apporter une assurance supplémentaire. L'ajout d'une condition supplémentaire qui obligerait l'émetteur à conserver un certain pourcentage de la tranche d'équité afin d'assumer une plus grande part des risques serait à considérer ainsi que de faire varier le pourcentage de rétention verticale en fonction des actifs sous-jacents.

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

R. Desjardins croit que l'opinion d'un tiers sur l'obligation de racheter ou de remplacer pourrait rassurer les investisseurs dans le cadre de prospectus simplifié surtout dans les cas de contravention présumée à des déclarations et garanties. Nous précisons que ce tiers devrait être indépendant et reconnu par une autorité réglementaire.

**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.**

R. Desjardins est en faveur de la prise de responsabilité par le chef de la direction du promoteur de produits titrisés ainsi que par l'émetteur. Cette responsabilité rassurera les investisseurs quant à la capacité des actifs sous-jacents d'honorer les paiements futurs sur les titres. Dans le cas contraire, ceci permettra un recours légal lors d'un cas de négligence.

**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?**

R. Suivant notre réponse à la question 9, Desjardins juge que le délai pour analyser les suppléments de prospectus est raisonnable en autant que le prospectus est disponible 10 jours ouvrables avant une souscription.

### **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?**

R. Desjardins est d'avis que la communication d'information est nécessaire afin de bien analyser les risques d'un investissement éventuel, que ce soit pour l'information au niveau de l'actif ou du prêt ou même de l'information groupée sur les actifs dans d'autres cas (créances sur cartes de crédit) ainsi que les sous-jacents comme les produits dérivés.

- 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?**

R. Desjardins ne croit pas qu'il est nécessaire de proposer un programme informatisé de paiements en cascade fourni par les émetteurs pour les investisseurs. Un tel programme peut occasionner des coûts importants en termes de systèmes et de ressources. Il serait donc nécessaire d'en évaluer les avantages coût-bénéfice. L'investisseur doit cependant avoir accès à un rapport périodique, portant sur l'évolution des flux de trésorerie liés aux paiements des intérêts et du capital des actifs sous-jacents. Il pourrait être opportun d'introduire une mesure du risque de liquidité selon des scénarios qui serait divulgué aux investisseurs comme c'est le cas dans l'Accord de Bâle III (Net Stable Funding Ratio et Liquidity Coverage Ratio).

### **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?**

R. Desjardins est d'avis qu'une analyse obligatoire des actifs sous-jacents par l'émetteur ou un tiers, nommé en qualité d'expert, permettrait de responsabiliser davantage l'émetteur sur la qualité des actifs sous-jacents en plus d'être une information complémentaire qu'utiliseront les investisseurs dans leur analyse des produits titrisés et ainsi prendre une décision éclairée. Nous sommes donc favorables à un règlement semblable à celui de la SEC visant l'analyse des actifs sous-jacents par l'émetteur ou un tiers qualifié pour le placement de produits titrisés au moyen d'un prospectus.

### 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?**

R. Desjardins croit que les facteurs de risque propres à un produit structuré et aux actifs sous-jacents devraient être expliqués. Le prospectus devrait mettre en évidence tous les types de risque auxquels l'investisseur est exposé tel que spécifié à la Rubrique 9 (Facteurs de risque) de l'Annexe 45-106A7, portant sur la notice d'information relative aux produits titrisés à court terme : risques de crédit, risques de liquidité, risques de marché (taux d'intérêt, de devise), risques de paiement anticipé, risques de corrélation, risques de réinvestissement, risques légaux, etc.

### 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 assujéti 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?**

R. Desjardins est d'avis que les Annexes 51-106A1 et 51-106A2 devraient obligatoirement être intégrés par renvoi dans les autres prospectus simplifiés de l'émetteur par souci de transparence pour l'investisseur. Tout autre document jugé pertinent pour l'investisseur devrait être intégré directement ou par renvoi, sans que cela alourdisse le contenu du prospectus simplifié.

### 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?**

R. Desjardins est en accord avec les règlements proposés.

## **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 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?**

R. Desjardins croit que les émetteurs assujettis de produits titrisés devraient être exemptés en tout ou en partie de l'application du Règlement 51-102 seulement si les nouveaux documents à déposer dans le cadre de l'encadrement de la titrisation couvrent l'ensemble de l'information pertinente aux produits titrisés. Par ailleurs, les états financiers audités de l'émetteur sont des informations pertinentes qui devraient être fournies aux investisseurs. Nous ne souhaitons donc pas proposer une dispense de l'obligation d'établir et de déposer des états financiers audités.

### **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?**

R. Desjardins croit qu'il y a effectivement lieu de prévoir une disposition transitoire sur les obligations d'information continue proposées par les nouvelles réglementations. Cette mesure pourrait être effective à une date ultérieure, préférablement à une année d'avis, pour permettre à certains émetteurs de produire l'information demandée. Nous croyons également qu'il y a lieu de prévoir une disposition d'antériorité pour la simple raison qu'une émission à long terme pourrait ne pas avoir à s'y soumettre pendant plusieurs années et maintenir un niveau de transparence inadéquat pour les investisseurs.

**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?**

R. Desjardins est d'avis que les obligations d'information continue proposées devraient concerner tous les produits titrisés. Cela inclut ceux émis par voie de prospectus et ceux dans le cadre d'un placement dispensé. Desjardins croit que le souci de transparence affecte autant les deux catégories de placements en produits titrisés.

**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?**

R. Desjardins croit qu'il devrait 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. La transparence est primordiale pour maintenir l'équilibre des marchés et la confiance des investisseurs.

**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?**

R. Desjardins croit que les critères de déclaration d'événements « significatifs » concernant les produits titrisés (article 5 du Règlement 51-106) sont adéquats (défaut de paiement, changement de gestionnaire, cessation ou modification d'un rehaussement de crédit, faillite ou la mise sous séquestre d'un promoteur, atteinte d'un seuil de performance ou un événement de crédit etc.). Les investisseurs ont besoin de ces informations le plus rapidement possible.

**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?**

R. Desjardins croit qu'il serait préférable d'établir que les nouveaux documents relatifs à l'information continue soient 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?**

R. Desjardins croit que par souci de diligence, il est primordial de maintenir des contrôles et des procédures de communication de l'information et un contrôle interne à l'égard de l'information financière et ce, même dans le cas où les émetteurs sont visés par le projet de règlement relatif à l'information continue. La fréquence de la production d'information n'est pas un critère pour ne plus valider l'information divulguée. Dès qu'une information financière est transmise à une tierce partie, celle-ci se doit d'être adéquate et vérifiée.

**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?**

R. Selon la réponse précédente, Desjardins est d'avis qu'il ne faudrait pas avoir de dispenses pour les émetteurs assujettis des produits titrisés concernant l'information continue et les mesures de contrôle interne. L'attestation de l'information présentée devrait inclure les déclarations sur le contrôle interne ainsi que le processus conçu pour fournir l'assurance raisonnable que l'information financière est fiable.

**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 fiduciaires 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.**

R. Desjardins est d'avis qu'il est nécessaire d'inclure de l'information sur les antécédents des promoteurs en matière d'opération de titrisation. Ces données historiques fourniraient aux investisseurs des informations complémentaires sur les risques des produits titrisés.

**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?**

R. Desjardins est d'avis qu'une démarche centrée sur les produits titrisés est appropriée. Nous jugeons prudent de commencer par réformer adéquatement et efficacement le marché dispensé de la titrisation avant de s'attarder au 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?**

R. Desjardins croit que la complexité des produits titrisés justifie la nécessité d'un prospectus lors d'émissions publiques. Dans le cas des émissions privées, un document d'offre comportant les mêmes types d'informations qu'un prospectus est jugé suffisant. Les informations dans le document d'offre devraient être imposées aux émetteurs. Cette pratique uniformiserait l'information divulguée sur le marché relativement aux produits titrisés.

**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?**

R. Desjardins est en accord avec la suppression de certaines dispenses de prospectus proposées.

**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.**

R. Desjardins est en accord avec les dispenses proposées à l'article 2.44, c'est-à-dire lorsque les conditions suivantes sont remplies:

- Le souscripteur est un investisseur admissible en produits titrisés;
- Le souscripteur souscrit les produits titrisés pour son propre compte;
- Si le placement est effectué par l'émetteur des produits titrisés, celui-ci remet au souscripteur une notice d'information conforme à l'article 2.46 (Obligations relatives à la notice d'information).

**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 :**

R. Desjardins est en accord avec la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés telle que proposée.

## **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)?**

R. Desjardins croit que la définition d'une personne physique comme investisseur admissible selon le paragraphe n (personne avec un actif net de 5 millions de dollars et plus) est appropriée.

- **Devrions-nous permettre l'addition du revenu ou des actifs du conjoint dans le calcul des niveaux de revenu ou d'actifs?**

R. Desjardins ne croit pas que l'on devrait 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?**

R. Desjardins ne croit pas que les autres types d'actifs devraient être considérés comme critère pour définir un investisseur admissible en produits titrisés en ce qui concerne une personne physique.

### **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?**

R. Desjardins n'est pas d'accord pour abaisser ce seuil de 25 millions de dollars en actifs nets.

### **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?**

R. Desjardins ne croit pas qu'il y a lieu d'inclure d'autres catégories d'investisseurs dans la liste des investisseurs admissibles en produits titrisés, car il est important que les investisseurs admissibles soient avertis et aient une compréhension poussée des produits titrisés.

**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?**

R. Desjardins est d'avis que tout bénéficiaire d'un compte géré sous mandat discrétionnaire par un conseiller (paragraphe k) devrait répondre aux mêmes 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?**

R. Desjardins est en accord avec les seuils financiers établis par la définition.

**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**

R. Desjardins croit qu'il ne faut pas avoir d'autres dispenses de prospectus en matière de produits titrisés, et ce, à cause de la complexité de ces instruments financiers.

**Devrions-nous maintenir les dispenses de prospectus pour investisseur qualifié et pour investissement d'une somme minimale? Si nous les maintenions, 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.**

R. Nous vous référons à la réponse de la question précédente.

**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?**

R. Desjardins n'est pas favorable à une dispense de prospectus selon le critère de somme investie.

### **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;
- 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?**

R. Desjardins est d'avis que les investisseurs autres que les investisseurs admissibles aux produits titrisés ne devraient pas être autorisés à acheter des produits titrisés.

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

R. Desjardins est en accord avec les restrictions proposées sur l'accès aux produits titrisés.

### **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;
- 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?**

R. Desjardins croit que les obligations d'information à fournir sur les placements de produits titrisés permettront d'atteindre les objectifs présentés ci-dessus.

**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?**

R. Desjardins croit que tous les investisseurs, même ceux qui investissent sous le régime d'une dispense de prospectus ont besoin d'information en vue de souscrire à une émission de produits titrisés.

**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?**

R. Desjardins ne croit pas qu'il y ait un type de produits titrisés « privés » pour lequel la communication d'information n'est pas nécessaire.

**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?**

R. Desjardins considère que les critères pour la communication d'information sur les produits titrisés devraient aussi tenir compte de la complexité des produits et non de l'échéance. En effet, plus les éléments sous-jacents ou les structures sont complexes, plus les informations à fournir doivent être détaillées. Un délai de 10 jours ouvrables avant la date de souscription pour le dépôt d'une notice d'information serait considéré comme raisonnable.

**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?**

R. Desjardins croit que les informations contenues dans la notice d'information relative aux produits titrisés à court terme sont adéquates, entre autres, les structures, les flux de trésorerie, les types d'actifs du portefeuille, les tranches subordonnées, les titres garantis par des créances synthétiques (swap de défaillance ou d'autres dérivés de crédit), le levier financier, les facteurs de risques (risque de taux d'intérêt et de change, risque de crédit et de contrepartie, risque de corrélation, risque de paiement anticipé, risque de réinvestissement etc.). Par ailleurs, Desjardins considère que les mêmes requis d'information sont nécessaires pour les produits titrisés à long terme. Ces informations permettraient aux investisseurs avertis de porter un jugement sur les risques de l'instrument financier.

- 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 seraient les effets de l'obligation de fournir de l'information continue sur les produits dérivés?**

R. Desjardins appuie le principe de l'accès à l'information continue pour les investisseurs de produits titrisés. Selon l'article 4.1 du Règlement 51-106 sur les obligations d'information continue applicables aux produits titrisés « L'émetteur assujéti dépose, au plus tard 15 jours après chaque date de paiement stipulée dans un contrat d'opération », nous croyons qu'un délai de 15 jours pourrait être appliqué également à la publication d'informations continue. Le format de présentation ne devrait pas être imposé, mais obligatoirement accessible à l'utilisateur. Il est évident que des obligations d'information nécessitent des coûts supplémentaires et alourdissent le processus de divulgation d'information de l'émetteur. Toutefois, nous sommes d'avis que ces nouvelles exigences n'entraveraient pas l'accès au marché des émetteurs.

- 40. Nous proposons que les investisseurs ayant souscrit à 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?**

R. Desjardins considère important que les investisseurs aient un accès continu à l'information sur les produits titrisés. La diffusion d'information continue sur un site centralisé comme SEDAR est souhaitable pour la protection des investisseurs et la divulgation d'information dans le cadre d'une émission publique. Dans le cadre d'une émission privée, l'information doit être disponible facilement et de façon sécuritaire.

- 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?**

R. Même si les produits titrisés ne sont pas offerts au grand public, une plus grande diffusion de l'information favoriserait la transparence sur le marché et aiderait les autres investisseurs à mieux évaluer les risques. Desjardins est d'avis que l'information continue devrait être rendue publique sauf dans le cas des ententes privées.

## 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 fausse 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?**

R. Desjardins est en accord avec le droit de l'investisseur à des actions légales contre l'émetteur, le promoteur de produits titrisés et les preneurs fermes.

- 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?**

R. Desjardins est d'avis que la loi devrait prévoir des sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse contenue dans l'information continue fournie par l'émetteur de produits titrisés. L'efficacité des marchés est fondée sur la transparence et l'information vérifiable. Un système financier qui laisse libre-court aux émetteurs de publier de l'information trompeuse pourrait réduire la confiance des investisseurs dans les marchés et ainsi provoquer des perturbations. Tout comme dans le cas d'informations fausses dans un prospectus, nous croyons que la poursuite en dommages devrait s'étendre au promoteur, aux preneurs fermes ainsi qu'à l'émetteur.

- 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?**

R. Desjardins croit que le droit de résoudre une souscription dans les deux jours suivant la réception d'un document d'offre réglementaire devrait s'appliquer autant pour des placements en produits titrisés à court et long 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?**

R. Desjardins est d'accord à ce que la première opération visée effectuée sur un produit titrisé placé sous le régime de la dispense soit un placement, de manière à créer un régime « en vase clos ».

## 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?**

R. Desjardins croit que les dispenses relatives aux produits titrisés (article 2.44) sont appropriées.

**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?**

R. Desjardins est d'avis que les autorités réglementaires devraient restreindre l'exercice des activités de courtage en produits titrisés des courtiers sur l'ensemble du marché des produits titrisés à moins que ceux-ci agissent pour le compte d'investisseurs admissibles.

---