

Avis 81-333 du personnel des ACVM

Indications sur un cadre efficace de gestion du risque de liquidité à l'intention des fonds d'investissement

Le 18 septembre 2020

A. Introduction

Le présent avis du personnel (**l'avis**) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) a pour but de fournir aux gestionnaires de fonds d'investissement (les **GFI**) des indications sur l'élaboration et le maintien d'un cadre efficace de gestion du risque de liquidité (la **GRL**) pour pareils fonds. Bien que ces indications s'adressent aux fonds soumis à la Norme canadienne 81-102 sur les *fonds d'investissement* (la **Norme canadienne 81-102**), nombre des pratiques et des exemples relatifs à la GRL exposés ci-après peuvent également être pertinents pour d'autres fonds d'investissement lorsque les GFI cherchent à gérer efficacement les risques de liquidité propres à leurs fonds.

Les indications dans le présent avis reposent sur les obligations prévues par la réglementation en valeurs mobilières; elles n'en créent pas de nouvelles ni ne modifient celles en vigueur. De plus, elles se veulent souples et modulables, et ne visent pas à suggérer une approche universelle puisque la GRL est intrinsèquement propre à chaque fonds et multidimensionnelle. Les GFI peuvent adapter leurs pratiques en matière de liquidité de manière à gérer et à atténuer les risques de liquidité importants inhérents aux caractéristiques uniques de chaque fonds.

Dans le présent avis, le risque de liquidité s'entend du risque que le fonds soit incapable de répondre aux demandes de rachat sans nuire considérablement au reste de ses porteurs. Il doit être en mesure de vendre des actifs du portefeuille sous-jacent dans un délai raisonnable et d'une façon ordonnée pour y satisfaire. Une gestion inadéquate de ce risque pourrait entraîner des conséquences négatives pour le fonds et ses investisseurs.

Des inquiétudes peuvent surgir en cas d'asymétrie potentielle entre la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent du fonds d'investissement et les modalités de rachat offertes aux investisseurs. Les organismes de réglementation s'intéressent de près aux éventuelles asymétries de la sorte. À l'international, le Conseil de stabilité financière (le **CSF**) se dit préoccupé par certaines vulnérabilités structurelles découlant des activités de gestion d'actifs et a expressément repéré cette asymétrie en tant que source potentielle de risque systémique¹. Au pays, la Banque du Canada (la **BdC**) a récemment fait état des problèmes d'ordre structurel que peut engendrer l'asymétrie entre la liquidité et les

¹ CSF, « *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* ». <https://www.fsb.org/2017/01/policy-recommendations-to-address-structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/>

remboursements², tout en notant que les gestionnaires d'actifs semblent prendre des mesures pour atténuer les effets d'une baisse de la liquidité sur le système financier³.

Au vu de cette situation et de la sensibilisation accrue à la GRL dans le secteur de la gestion d'actifs en général, le personnel des ACVM (le **personnel** ou **nous**) expose dans le présent avis des indications sur les pratiques efficaces en la matière à l'intention des fonds d'investissement. Nous invitons donc ces derniers, les GFI et les gestionnaires de portefeuille à en prendre connaissance.

Objet

Le présent avis :

- résume brièvement les principales nouveautés en réglementation des valeurs mobilières à l'étranger ainsi que le cadre réglementaire canadien dans ce domaine;
- fournit aux fonds d'investissement canadiens et à leurs gestionnaires des indications pratiques et pertinentes en appui de l'élaboration et du maintien d'un cadre efficace et rigoureux de GRL tenant compte de la conjoncture normale ou tendue du marché.

Les fonds d'investissement varient en taille, structure, objectifs et stratégies de placement, clientèle, actifs du portefeuille sous-jacent et autres caractéristiques, lesquels peuvent tous influencer sur les risques de liquidité pesant sur eux. Puisqu'un risque pouvant être considéré comme important pour l'un peut ne pas l'être pour un autre, différentes approches de gestion efficace du risque de liquidité peuvent être utilisées, selon les caractéristiques de chacun. Les indications dans le présent avis ne visent pas à suggérer ou à recommander une approche universelle à cet égard.

Les exemples ci-après ne sont donnés qu'à titre indicatif et n'englobent pas tous les scénarios ou approches possibles en matière de GRL.

B. Principales nouveautés en réglementation des valeurs mobilières à l'étranger et cadre réglementaire canadien

Réglementation à l'échelle internationale

Ces dernières années, le CSF et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (**OICV**) ont tous deux émis des recommandations et des orientations réglementaires sur la GRL dans le secteur de la gestion d'actifs. En janvier 2017, le CSF a publié le document intitulé *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (les **recommandations de 2017**

² Banque du Canada, « *Revue du système financier – 2019* » <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2019/05/Revue-du-systeme-financier-%E2%80%94-2019-Banque-du-Canada.pdf>

³ La BdC a indiqué ce qui suit :

Ces dix dernières années, les fonds communs de placement à capital variable et à revenu fixe qui comptent un grand nombre d'obligations de sociétés ont connu un bel essor. Pour simplifier, nous les qualifierons de « fonds obligataires » dans ce qui suit. Ces fonds offrent des remboursements quotidiens aux investisseurs, mais comprennent des actifs qui peuvent difficilement être vendus rapidement. En effet, si de nombreux investisseurs décidaient de retirer leurs capitaux en même temps, les fonds seraient forcés de vendre des obligations en catastrophe pour honorer leurs engagements, ce qui pourrait réduire la liquidité du marché obligataire. Une diminution de la liquidité risquerait d'avoir des répercussions négatives à la fois sur les détenteurs et les émetteurs d'obligations, lesquelles pourraient à leur tour amplifier les effets d'un choc négatif sur le système financier.

Elle a ajouté que, toutefois, les gestionnaires d'actifs savent que la liquidité du marché n'est plus forcément aussi fiable qu'auparavant et ont fait savoir qu'ils adaptent la gestion de leurs portefeuilles pour affronter les périodes de faible liquidité, ce qui devrait atténuer les effets d'une baisse de la liquidité sur le système financier.

du CSF)⁴. Comme mentionné plus haut, il y a relevé [TRAD.] « l'asymétrie de liquidité entre les fonds d'investissement et les modalités de rachat... » en tant qu'éventuelle source de vulnérabilité structurelle découlant des activités de gestion d'actifs, et a demandé à l'OICV de revoir ses orientations actuelles à ce propos et, au besoin, de les étoffer.

En février 2018, à l'issue d'une vaste consultation publique, l'OICV a produit un rapport intitulé *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes - Final Report* (les **recommandations sur la GRL de 2018 de l'OICV**)⁵, soulignant que, tout au long du cycle de vie du fonds, il devrait y avoir arrimage approprié entre les actifs du portefeuille sous-jacent et les modalités de rachat. Elle y fait remarquer que ces recommandations visent à empêcher d'éventuelles asymétries entre la liquidité et les rachats, et non uniquement à atténuer les problèmes à mesure qu'ils se matérialisent.

Réglementation à l'échelle nationale

En vertu du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières, les GFI ont les obligations générales suivantes :

- exercer les pouvoirs et les fonctions de leur charge avec honnêteté, de bonne foi et au mieux des intérêts du fonds d'investissement;
- exercer toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances⁶.

(la **norme de conduite légale des GFI**).

Dans l'exercice de leurs fonctions conformément à la norme de conduite légale des GFI, il est à la fois dans l'intérêt du fonds et prudent pour les GFI de tenir compte des rachats par les investisseurs et de la liquidité du fonds lors de la conception des activités de ce dernier et de la gestion de ses actifs.

Tant la Norme canadienne 81-102 que la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (la **Norme canadienne 31-103**) renferment par ailleurs des dispositions portant sur la GRL de même que sur les rôles et responsabilités des GFI dans la gestion du risque de liquidité⁷. Comme pareil risque d'un fonds est lié à son activité, l'article 11.1 de la Norme canadienne 31-103 exige que la société inscrite ait en place des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de le gérer. En outre, l'article 3.3.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 81-102 indique que les ACVM s'attendent du GFI à ce qu'il établisse une politique efficace de GRL qui tienne

⁴ Voir la note de bas de page 2.

⁵ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>. Les recommandations sur la GRL de 2018 de l'OICV ont été suivies d'un deuxième rapport final intitulé « *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration* », qui fournit une liste des pratiques exemplaires du marché en matière de GRL (voir : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>).

L'OICV a également publié en juillet 2019 un énoncé relatif à ses recommandations sur la GRL de 2018, où elle explique la raison pour laquelle elle présente un cadre exhaustif de gestion du risque de liquidité (voir : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS539.pdf>).

⁶ Par exemple, voir l'article 116 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), l'article 159.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), l'article 125 du *Securities Act* (Colombie-Britannique), le paragraphe 3 de l'article 54 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Nouveau-Brunswick), le paragraphe 1 de l'article 33.1 du *Securities Act* (Saskatchewan) et le paragraphe 3 de l'article 75.2 du *Securities Act* (Alberta).

⁷ Voir, par exemple, l'article 2.4 de la Norme canadienne 81-102 pour les restrictions concernant les actifs non liquides, l'article 2.18 de la même règle pour les OPC marché monétaire et l'article 11.1 de la Norme canadienne 31-103 pour les systèmes de conformité des sociétés inscrites.

compte de la liquidité des types d'actifs dans lesquels le fonds investira ainsi que de ses obligations et autres passifs. Il y est en outre mentionné que les ACVM estiment que les GFI devraient mesurer, surveiller et gérer régulièrement la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent du fonds d'investissement en tenant compte du temps nécessaire pour liquider chaque actif, du prix auquel il peut être vendu et de la fréquence des demandes de rachat.

Finalement, en Ontario, le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) a examiné les pratiques en matière d'information continue des fonds en lien avec la liquidité du portefeuille et formulé des indications et recommandations sur la GRL d'après les observations qu'il en a tirées⁸.

C. Éléments d'un cadre efficace de GRL

La GRL constitue une composante cruciale du processus plus large de gestion globale du risque des fonds d'investissement. Les indications qui suivent visent à cerner les principaux éléments d'un cadre efficace de GRL pour pareils fonds et décrivent la pertinence de chacun d'eux dans l'élaboration et le maintien d'un tel cadre.

Un cadre rigoureux et efficace de GRL devrait comprendre les éléments clés suivants (voir aussi la figure 1) :

- une gouvernance efficace et solide;
- la création et un maintien continu;
- des simulations de crise;
- la présentation des risques de liquidité;
- l'emploi d'outils de GRL pour gérer les problèmes de liquidité réels et potentiels.

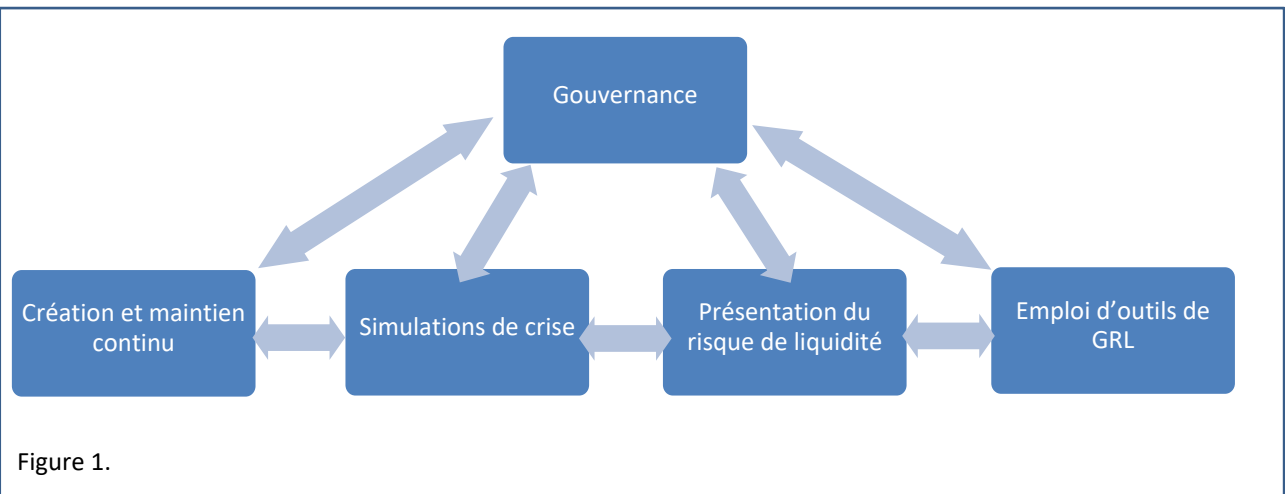
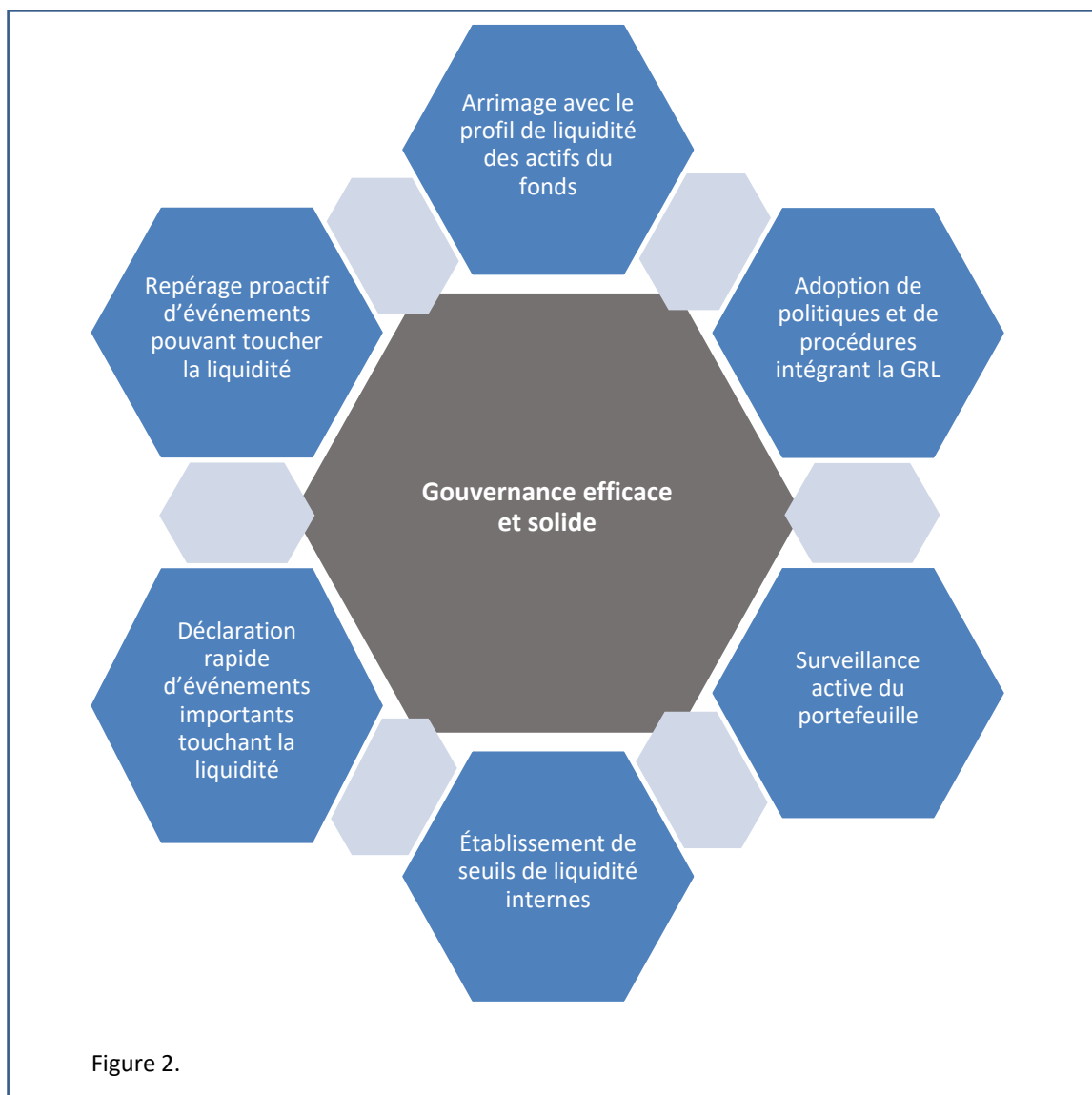


Figure 1.

⁸ Voir l'Avis 81-727 du personnel de la CVMO, *Report on Staff's Continuous Disclosure Review of Mutual Fund Practices Relating to Portfolio Liquidity* (l'**Avis 81-727 de la CVMO**). Cet examen a été entrepris après que le personnel de la CVMO eut observé que, alors que le secteur des organismes de placement collectif s'est concentré sur les catégories d'actifs traditionnelles, comme les titres de capitaux propres et les titres de créance de qualité supérieure, il y a eu augmentation du nombre d'offres de catégories d'actifs de fonds pouvant être assortis d'un risque de liquidité plus élevé. L'Avis 81-727 de la CVMO renfermait un sommaire des résultats de l'examen de l'information continue ainsi qu'un certain nombre de recommandations fondées sur les observations du personnel de la CVMO à ce moment-là.

1. Gouvernance efficace et solide



La gouvernance est essentielle à une GRL efficace et assure une supervision de la gestion de la liquidité d'un fonds qui est indépendante de la fonction de gestion du portefeuille. Puisque la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas d'obligations détaillées concernant tous les aspects de la gouvernance des fonds, en pratique, les GFI ont toute la latitude pour établir des mécanismes efficaces de gouvernance en matière de GRL, ce qui peut revêtir la forme de structures de gouvernance distinctes aux fins de la gestion générale du fonds et de la surveillance des risques particuliers.

Le maintien d'un cadre efficace de GRL peut commander la mise sur pied pour le GFI d'un comité d'investissement, d'un comité de gouvernance ou d'un autre groupe chargé de surveiller les risques dont la responsabilité principale consiste à s'occuper des enjeux importants liés à la GRL. Dans le cadre de son mandat de surveillance, ce comité ou groupe devrait voir à ce qui suit :

- l'évaluation, la surveillance et l'examen du risque de liquidité conformément au cadre de GRL;
- l'efficacité des politiques et des procédures relatives aux contrôles de la GRL;
- l'élaboration et la surveillance de politiques et de procédures énonçant les procédures de transmission aux échelons supérieurs en cas d'événement touchant la liquidité.

Les GFI devraient déterminer s'il y a lieu de désigner un organisme de gouvernance existant ou d'instituer un nouveau comité en vue de surveiller adéquatement la fonction de GRL indépendamment de celle de gestion du portefeuille tout en assurant la surveillance et la gestion continues de la liquidité.

Les membres de ce comité ou d'un autre groupe de travail peuvent posséder une expertise diversifiée, notamment en développement de produits, en gestion du risque, en conformité, en gestion de portefeuilles et en gestion de fonds.

Bien que nous soyons conscients que les fonds peuvent varier en taille, activités et structure organisationnelle, voici des exemples de responsabilités pouvant échoir au comité de surveillance en ce qui concerne la GRL :

- établir des procédures de déclaration et de transmission à des échelons supérieurs pour les événements importants touchant la liquidité, les problèmes d'évaluation du portefeuille et les lacunes dans les contrôles internes se rapportant à la GRL;
- examiner les circonstances dans lesquelles un enjeu de liquidité peut causer un conflit d'intérêts entre le fonds et le GFI, et établir si une transmission à des échelons supérieurs ou d'autres approbations internes sont nécessaires;
- revoir régulièrement les politiques et procédures relatives à la GRL;
- passer en revue tous les rapports sur les anomalies importantes détectées lors des simulations de crise et travailler avec les gestionnaires pour s'assurer que les mesures correctives ont été prises.

Dans le but de déterminer si leurs fonds sous gestion sont dotés d'un cadre de GRL bien tenu, efficace et rigoureux, les GFI peuvent aussi devoir :

- obtenir et évaluer l'information provenant de diverses sources pour les différentes fonctions;
- si ce n'est pas déjà le cas, voir s'il convient de mettre en place des mécanismes de conformité, notamment de déclaration, nouveaux ou améliorés pour qu'il y ait partage de l'information nécessaire avec les parties pertinentes au sein de leur organisation.

La collecte et la diffusion de renseignements pertinents et opportuns sur la liquidité permettront aux GFI et aux gestionnaires de portefeuille de mieux prévoir et gérer les risques de liquidité de manière proactive et ordonnée.

2. Création et maintien continu

Les ACVM s'attendent à ce que les GFI disposent de processus, de politiques et de procédures de GRL conformes à la norme de conduite légale des GFI à laquelle ils sont soumis en vertu de la législation en valeurs mobilières⁹, aux obligations auxquelles ils sont tenus par la Norme canadienne 31-103 à titre de

⁹ Voir la note de bas de page 7.

sociétés inscrites, ainsi qu'à l'obligation de leurs fonds sous gestion de respecter la Norme canadienne 81-102¹⁰.

Le processus de GRL devrait débiter par la phase de conception de produits afin d'arrimer les modalités de rachat à la stratégie de placement, puis continuer à tenir compte du cycle de vie du fonds, en reconnaissant le fait que les caractéristiques du risque de liquidité de celui-ci peuvent fluctuer au fil du temps, et que l'approche en matière de GRL doit demeurer valide dans diverses conjonctures du marché.

Un tel processus peut comporter les éléments suivants :

- des politiques et des procédures documentées portant sur les principaux risques de liquidité du fonds, dont une description des moyens de les repérer, suivre et mesurer, de même des techniques de gestion et d'atténuation utilisées;
- une évaluation régulière du profil de liquidité des éléments d'actif et de passif du fonds eu égard aux conditions du marché, à l'activité de rachat et au comportement des investisseurs à ce moment-là;
- la communication et l'examen périodiques par la haute direction ou le personnel pertinent.

La création et le maintien d'un cadre efficace de GRL reposent sur les six principes suivants ainsi que sur les stratégies de mise en œuvre pratique connexes pour chacun (voir aussi la figure 2) :

1. Arrimer les objectifs et la stratégie de placement ainsi que la politique de rachat du fonds au profil de liquidité des actifs de son portefeuille sous-jacent et aux demandes de rachat des investisseurs, tant à l'étape de la conception que de façon continue par la suite.

- Vérifier si les placements sont arrimés aux options de rachat et au bassin d'investisseurs du fonds tout au long de son cycle de vie et font l'objet d'un suivi régulier.
- Par exemple, si le fonds détient beaucoup de placements peu négociés qui sont assortis d'une période de compensation plus longue ou situés dans des marchés émergents, le GFI peut opter pour des rachats moins fréquents.

2. Créer des politiques et des procédures rigoureuses intégrant les considérations relatives à la GRL, et y adhérer.

- Un cadre de GRL efficace renferme des politiques et des procédures exhaustives intégrant pleinement la GRL dans les décisions de placement, y compris les opérations sur les titres en portefeuille.
- Examiner si les politiques et procédures énoncées concordent avec le profil de liquidité du fonds et étayent sa capacité d'honorer les demandes de rachat des investisseurs et ses autres obligations.

3. Surveiller activement et régulièrement le portefeuille à l'aide de mesures qualitatives et quantitatives afin de s'assurer de l'adéquation des niveaux de liquidité pour satisfaire aux demandes de rachat et autres obligations. Toutes les données pertinentes devraient être utilisées dans le cadre de la gestion active des risques de liquidité.

- Le fonds peut régulièrement passer en revue la composition des actifs du portefeuille sous-jacent, notamment les espèces et les titres à court terme, eu égard à l'historique de rachat,

¹⁰Voir le Document de consultation 33-403 des ACVM pour plus de détails.

aux réseaux de distribution, à son bassin d'investisseurs, à son rendement, à sa propriété et à toute autre circonstance spéciale (par exemple, l'évolution du marché ou d'autres facteurs économiques).

- Une évaluation efficace de la liquidité peut également incorporer le repérage et la surveillance des demandes de rachat importantes des investisseurs.
- Au nombre des exemples des mesures quantitatives de la liquidité peuvent figurer les indicateurs de volume, la profondeur du marché, la taille raisonnablement prévue de l'opération, sans oublier les évaluations de la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent par des tiers.
 - Dans le cas des fonds à revenu fixe, ces exemples peuvent comprendre les indicateurs de volume fournis par les plateformes de négociation indépendantes, les cotations des courtiers, la volatilité, les écarts acheteurs-vendeurs, le nombre de titres détenus par le fonds par rapport à celui des titres émis en circulation, et d'autres estimations internes comme la profondeur du marché.
- Parmi les exemples des mesures qualitatives de la liquidité, on peut citer la qualité du crédit des actifs du portefeuille sous-jacent, le bassin des investisseurs dans le fonds, le profil de l'investisseur, le risque inhérent au secteur d'activité, le risque géographique de même que les modalités particulières des titres du portefeuille sous-jacent.

4. *Établir des seuils et cibles de liquidité internes dont les gestionnaires du fonds peuvent se servir pour évaluer le profil de liquidité de ce dernier, et y apporter les ajustements nécessaires.*

- Établir des seuils de liquidité internes efficaces qui sont proportionnels aux obligations de rachat et aux passifs du fonds.
- Par exemple, en plus de veiller au respect des restrictions concernant les actifs non liquides prévues par la Norme canadienne 81-102, le fonds peut choisir d'imposer une limite interne (minimale et maximale) aux actifs du portefeuille sous-jacent pouvant être convertis en espèces dans un certain délai et les classer en conséquence. Ces seuils seraient régulièrement surveillés.

5. *Déclarer rapidement les événements importants touchant la liquidité pour examen par le personnel pertinent du GFI.*

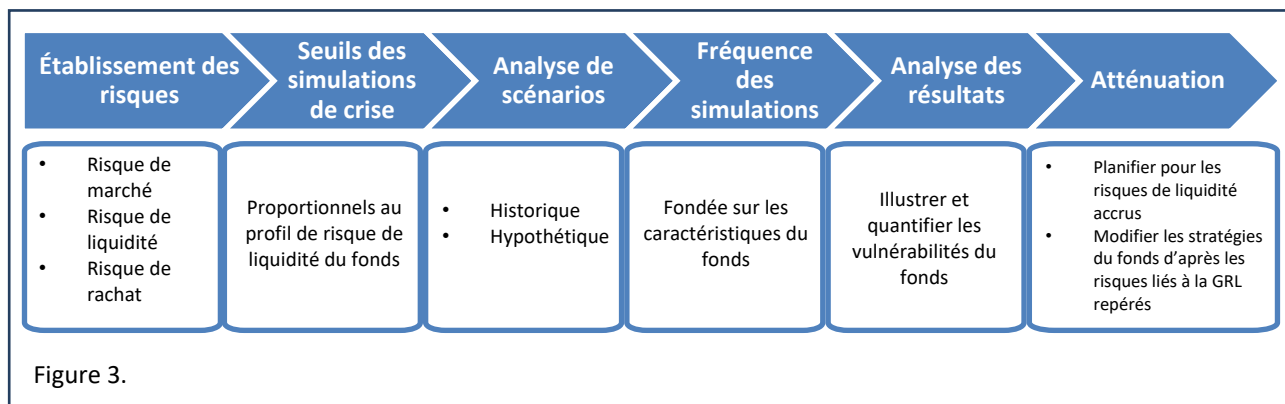
- Vérifier si les rapports internes sur la GRL contiennent suffisamment d'information afin de permettre de comprendre les enjeux de liquidité et les mesures prises, et de décider s'il y a lieu d'intervenir davantage ou d'obtenir d'autres approbations.
- Les fonds peuvent instaurer des procédures de détection précoce et rapide des demandes de rachat importantes dans leur cadre d'information en vue d'un examen approfondi et d'une éventuelle intervention.

6. *Si possible, cerner les nouvelles préoccupations en matière de liquidité et les éventuelles pénuries de liquidité.*

- Bien que les fonds ne puissent prédire ni prévoir tous les événements touchant la liquidité, une surveillance de la conjoncture du marché et une détermination précoce de ses répercussions sur leur portefeuille, dont d'éventuelles pénuries de liquidité, faciliteront la gestion efficace de leurs risques de liquidité.
- Les politiques et procédures de GRL d'une société peuvent également exposer la

procédure à suivre avant et après une situation de pénurie de liquidité, en plus d'indiquer les circonstances dans lesquelles recourir aux outils de GRL serait approprié.

3. Simulations de crise



Si les simulations de crise ne sont pas expressément exigées par la législation en valeurs mobilières, les indications ci-après énoncent toutefois certains des principaux facteurs à considérer lors de leur réalisation.

Les simulations de crise constituent d'importants outils de validation permettant au fonds d'évaluer la liquidité des actifs de son portefeuille sous-jacent relativement aux flux de titres rachetés dans diverses conjonctures du marché, et peuvent s'inscrire dans un processus de GRL efficace visant à assurer qu'il est prêt à composer adéquatement avec les risques de liquidité.

Ces exercices simulent des épisodes de crise, des tensions sur les marchés et des événements touchant la liquidité dans le but d'en faciliter la compréhension des incidences sur la capacité du fonds de satisfaire aux demandes de rachat. Même si, pour être efficaces, ils devront probablement être réalisés indépendamment de la fonction de gestion du portefeuille, on reconnaît qu'il puisse être impossible de procéder de la sorte pour un fonds de plus petite envergure. Leur efficacité sera tributaire de l'aptitude à élaborer des scénarios pertinents et significatifs reposant sur des données à jour, pertinentes et fiables. Les fonds qui y recourent peuvent bénéficier de politiques écrites en la matière qui sont revues et approuvées régulièrement.

Il existe divers moyens d'incorporer les simulations de crise ou les analyses de scénarios dans le cadre de la GRL. Ainsi, on peut inclure des processus distincts de simulation de crise dans la fonction globale de surveillance de la conformité pour mesurer les effets d'opérations exceptionnelles significatives. Certaines données historiques issues de simulations de crise ou d'analyses de scénarios peuvent aussi être directement intégrées dans la fixation de seuils ou de cibles opérationnels de liquidité (simulations de crise historiques) ou de rachat pour les clients les plus importants (analyses de scénarios).

Le processus de simulation de crise est résumé à la figure 3 et expliqué plus en détail ci-après.

Établissement des risques

L'établissement des principaux risques concerne notamment le risque de marché et le risque de rachat.

Le risque de marché dénote la perte potentielle attribuable à des facteurs touchant le rendement global des marchés financiers, comme les fluctuations des taux d'intérêt, les récessions ou des événements géopolitiques.

Le risque de rachat reflète le potentiel qu'un volume inhabituel de rachats survienne dans une période limitée.

Même si la liste qui suit n'est pas exhaustive, le fonds peut également choisir d'incorporer dans son exercice de simulation de crise un ou plusieurs des événements ou risques y figurant, dont lui ou les actifs de son portefeuille sous-jacent peuvent subir les conséquences :

- tensions ou perturbation générale du marché¹¹;
- tensions sur le marché touchant une catégorie ou sous-catégorie d'actifs;
- risque de taux d'intérêt;
- risque de crédit;
- risque réputationnel;
- risque de rachat;
- risque géopolitique;
- autres sources de risque de liquidité.

Des simulations de crise anticipant une période de tensions sur le marché raisonnablement prévisible et intégrant des facteurs de risque pertinents auxquels le fonds pourrait être exposé peuvent être de la plus grande utilité. Un exercice de simulation de crise efficace serait par ailleurs proportionné au profil de risque de liquidité du fonds.

Analyse de scénarios

Les exercices de simulation de crise peuvent couvrir une variété de scénarios illustrant un éventail d'événements et de degrés de gravité. La complexité peut aller d'une simple analyse de sensibilité (unifactorielle) à des simulations complexes (multifactorielles) visant à évaluer l'incidence d'événements graves. Si les scénarios utilisés peuvent revêtir différentes formes, il importe qu'ils soient diversifiés et témoignent des risques importants inhérents au fonds. Les GFI devraient intégrer des données fiables et à jour sur le marché, et peuvent tenir compte du comportement d'autres participants au marché, dont les agissements peuvent séparément ou collectivement se répercuter sur la liquidité du fonds ou des actifs de son portefeuille sous-jacent.

Lors d'une analyse de scénarios, les GFI peuvent examiner un certain nombre de facteurs, dont les suivants :

- la baisse de la notation d'un actif du portefeuille sous-jacent ou de l'émetteur de celui-ci;
- les variations des taux d'intérêt;
- l'élargissement des écarts acheteurs-vendeurs;
- les chocs économiques.

Par exemple, les facteurs suivants peuvent entraîner un changement dans la liquidité :

- une diminution importante des volumes d'opérations et l'élargissement des écarts acheteurs-vendeurs peuvent amoindrir la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent;

¹¹ Par exemple, la récente pandémie de COVID-19 s'est traduite par une réduction du volume d'opérations sur le marché, une volatilité significative sur celui-ci et d'autres perturbations de ce dernier.

- une rétrogradation imprévue d'un titre à revenu fixe peut engendrer de l'incertitude sur le marché à propos de la qualité du crédit d'un actif du portefeuille sous-jacent et en réduire la liquidité;
- une hausse marquée des taux d'intérêt des fonds à revenu fixe occasionnera une dévaluation potentielle du portefeuille de titres à revenu fixe sous-jacent qui risque à son tour d'amener les investisseurs à faire racheter leurs parts en raison des pertes subies par le portefeuille;
- les perturbations et la volatilité des marchés peuvent influencer sur l'évaluation et sur le temps qui peut être requis pour se départir d'actifs du portefeuille sous-jacent, ce qui peut amoindrir la liquidité du portefeuille du fonds.

Le personnel reconnaît l'existence de limites à la capacité d'anticiper avec exactitude le nombre de jours nécessaires pour liquider les positions représentées par un actif et de prévoir avec fiabilité les demandes de rachat des investisseurs. Les simulations de crise peuvent aider les GFI à exercer leur jugement professionnel en vue de prendre des décisions au mieux des intérêts des investisseurs, mais elles ne sauraient remplacer cette responsabilité.

Deux formes de simulations de crise sont habituellement utilisées : celles composées de scénarios historiques et celles reposant sur des scénarios hypothétiques

Les **simulations de crise de nature historique** sont rétrospectives et utilisent des événements statistiques passés pour évaluer le risque, dans l'objectif de quantifier l'incidence d'un événement (par exemple l'éclatement de la bulle technologique en 2000 ou la crise financière mondiale de 2008-2010) sur la liquidité d'un fonds.

Voici d'autres facteurs à considérer dans une analyse de scénario relative à une simulation de crise de nature historique:

- la comparaison de l'historique des flux de trésorerie avec ceux à l'échelle sectorielle dans le cas des fonds dotés d'une taille et d'une stratégie similaires;
- l'activité de rachat du principal investisseur ou groupe d'investisseurs;
- l'activité de rachat en situation de crise (avec des pourcentages différents de demandes de rachat);
- l'historique des tendances de rachat.

Les **simulations de crise de nature hypothétique** sont prévisionnelles et permettent de mesurer les possibles répercussions d'un événement qui n'est pas encore survenu.

Voici d'autres facteurs à considérer dans une analyse de scénario portant sur une simulation de crise de nature hypothétique:

- des facteurs pris seuls ou en combinaison, comme les variations des taux d'intérêt, l'augmentation du nombre de demandes de rachat, et la baisse des ventes;
- les changements au niveau des investisseurs et l'évolution des marchés ou de la composition du portefeuille de placement;
- le potentiel de défaillance de la contrepartie (c.-à-d. lorsque les sûretés représentent un pourcentage significatif des actifs d'un fonds et la contrepartie manque à ses obligations de paiement ou résilie son contrat de dérivés plus tôt que prévu).

Fréquence des simulations de crise

Il faudra également déterminer la fréquence à laquelle doivent être réalisées les simulations de crise selon les attributs particuliers du fonds, dont les suivants :

- sa taille;
- la nature des actifs de son portefeuille sous-jacent;
- la fréquence des rachats;
- sa stratégie de placement;
- son bassin d'investisseurs;
- la conjoncture du marché.

Résultats des simulations de crise

On peut consigner, analyser et communiquer les résultats des simulations de crise, et les transmettre aux membres pertinents du personnel, pour illustrer et quantifier les vulnérabilités du fonds.

Ces résultats peuvent :

- aider à assurer que le fonds est suffisamment liquide;
- renforcer la capacité du gestionnaire de gérer la liquidité du fonds au mieux des intérêts des investisseurs;
- inclure une planification en vue des périodes d'accroissement du risque de liquidité;
- contribuer à déceler les éventuelles faiblesses au chapitre de la liquidité;
- faciliter la surveillance de la gestion du risque et la prise de décisions à cet égard.

Le comité chargé de surveiller les questions relatives au risque de liquidité devrait être informé de ces résultats et de toute mesure connexe prise, comme les modifications de la composition de l'actif du portefeuille sous-jacent.

4. Information à fournir sur les risques de liquidité

Information à présenter dans le prospectus

Le prospectus¹² du fonds doit révéler de façon complète, véridique et claire tout risque important associé à un placement dans celui-ci, ce qui comprend les risques de liquidité importants.

Le prospectus du fonds doit présenter de l'information précise sur tous les risques importants associés à un placement dans un organisme de placement collectif (OPC)¹³. Le personnel est d'avis que le risque de liquidité peut être considéré comme un risque important pour un fonds. Les investisseurs peuvent trouver utile et éclairante l'information portant sur les mesures que prendrait le fonds en cas de problème de liquidité. Le prospectus doit également indiquer que, dans des circonstances extraordinaires, un OPC peut suspendre les droits des investisseurs de faire racheter leurs titres, et décrire les circonstances dans lesquelles cette suspension peut se produire¹⁴.

Si le fonds compte un petit nombre d'investisseurs importants, il y a lieu d'évaluer l'opportunité d'exposer les risques associés aux rachats importants, y compris la suite qu'il entend donner à pareilles demandes.

¹² Ou d'autres documents dans le cas des fonds qui ne procèdent pas au placement permanent de leurs titres.

¹³ Rubrique 9 de la partie B du Formulaire 81-101F1, *Contenu d'un prospectus simplifié* (le **Formulaire 81-101F1**); voir aussi la rubrique 12.1 de l'Annexe 41-101A2, *Information à fournir dans le prospectus du fonds d'investissement* (l'**Annexe 41-101A2**).

¹⁴ Paragraphe 2 de la rubrique 6 de la partie A du Formulaire 81-101F1.

Exemple – Présentation des risques associés aux rachats importants

Le Fonds ABC peut avoir au moins un grand porteur de parts. Par exemple, deux institutions financières peuvent y détenir un placement principal considérable. Si l'une d'elles soumettait une demande de rachat importante, le Fonds ABC pourrait devoir vendre des actifs du portefeuille sous-jacent pour remplir ses obligations de rachat. Or, une telle vente risque d'abaisser la valeur marchande des placements en question, voire de nuire aux autres investisseurs. Les demandes de rachat importantes pourraient donc forcer le Fonds ABC à mettre fin à ses activités. Il peut donc convenir avec le grand investisseur institutionnel d'effectuer une partie des rachats en nature, en lui transférant des actifs d'une valeur égale, s'il lui est impossible de vendre des actifs à des prix avantageux sans les dévaluer significativement.

Notice annuelle

Le fonds doit donner dans sa notice annuelle le détail de l'information concernant sa gouvernance, ce qui peut comprendre l'information concernant les éléments suivants : *i)* le groupe responsable de sa gouvernance et la mesure dans laquelle ses membres sont indépendants de son gestionnaire et *ii)* une description des politiques et des procédures écrites de l'OPC ou de son gestionnaire quant aux contrôles de gestion des risques et, si l'OPC et le gestionnaire n'ont pas de pareilles politiques et procédures relatives à la GRL, ce fait doit être précisé aux investisseurs¹⁵.

Exemple – Information à présenter dans la notice annuelle

Le Fonds X a un comité de GRL chargé de surveiller les politiques et procédures relatives à la GRL. Ce comité se compose d'au moins un membre indépendant du gestionnaire de portefeuille, en plus de représentants du gestionnaire de fonds, du gestionnaire de portefeuille, du service de la conformité et du service du développement de produits, possédant tous une expertise pertinente. La GRL s'inscrit dans le processus plus large de gestion des risques qui englobe des politiques internes documentées sur l'évaluation, la surveillance, l'atténuation et la communication des risques de liquidité au sein du fonds.

Information continue

La présentation d'information sur les risques de liquidité et sur les événements touchant celle-ci permet aux investisseurs de mieux comprendre le déroulement du processus de GRL. Le rapport de la direction sur le rendement du fonds doit indiquer l'incidence des changements survenus au cours de l'exercice sur le niveau de risque global d'un placement dans les titres du fonds d'investissement¹⁶.

Les fonds devraient penser à exposer les enjeux de liquidité significatifs auxquels ils ont été confrontés durant la période pertinente, les conséquences subies et les mesures de remédiation prises. Les investisseurs pourraient trouver utile une analyse des répercussions que les changements dans la conjoncture du marché, les rachats importants ou la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent ont eues sur le niveau de risque du fonds durant une période de présentation donnée, puisqu'elle leur permettrait de comprendre le fonctionnement et l'efficacité de ses pratiques de GRL et son cadre global en la matière. Nous rappelons à tous les fonds qu'ils sont tenus à des obligations d'information occasionnelle, lesquelles peuvent comprendre la déclaration des événements

¹⁵ Rubrique 12 du Formulaire 81-101F2, *Contenu d'une notice annuelle*.

¹⁶ Rubrique 2.2 de la partie B de l'Annexe 81-106A1, *Contenu des rapports annuel et intermédiaire de la direction sur le rendement du fonds*.

importants touchant la liquidité ou des risques de liquidité importants qui leur sont associés.

5. Outils de GRL

Les GFI disposent d'une panoplie d'outils et de techniques pouvant servir à gérer la liquidité en période de tensions sur les marchés. Si certains d'entre eux sont expressément prévus par la législation en valeurs mobilières (par exemple, la suspension des rachats en vertu de l'article 10.6 de la Norme canadienne 81-102), d'autres, qui sortent de son cadre, peuvent nécessiter une dispense de l'application de cette règle.

Il peut arriver qu'une confluence des forces de marché amène un fonds à faire appel à des outils de GRL pour la gestion courante de sa liquidité. Le cas échéant, l'activation de ces outils devrait tenir compte de certains principes fondamentaux¹⁷.

Circonstances exceptionnelles – l'emploi d'un mécanisme touchant les droits de rachat n'est justifié dans les organismes de placement collectif qu'en des circonstances exceptionnelles. En général, on devrait s'en servir avec parcimonie et comme mesure temporaire. Qui plus est, pareilles circonstances sont rares - il peut s'agir d'une situation où une rigoureuse évaluation des actifs (par exemple, un manque de liquidité sur le marché qui pourrait inclure certains scénarios de vente forcée d'actifs) dans lesquels le fonds est investi est difficile ou impossible à réaliser, ou les demandes de rachats sont si importantes ou exceptionnelles que les liquidités ne peuvent être levées dans le délai requis pour y répondre.

Intérêts des investisseurs – le recours à ces outils extraordinaires doit être au mieux des intérêts des investisseurs pris collectivement. Le fonds ne peut les utiliser que si c'est dans leur intérêt et que le traitement égal et équitable des investisseurs entrants, courants et sortants est maintenu. Les sociétés devraient toujours tenir compte de ce qui est au mieux des intérêts des investisseurs (nouveaux et anciens) au moment de prendre la décision de mettre en œuvre de tels outils.

Le personnel des ACVM déterminera au cas par cas s'il y a lieu de permettre l'emploi d'outils de gestion de la liquidité non conformes à la Norme canadienne 81-102. Nous invitons les GFI à communiquer avec leur autorité principale en temps opportun et de manière proactive, et à demander une dispense, au besoin.

D. Conclusion

Une GRL efficace est essentielle à la gestion des fonds d'investissement. Une gestion inadéquate de ce risque pourrait nuire au fonds et à ses investisseurs. L'adoption d'une approche proactive et préventive en matière de GRL est donc primordiale pour gérer adéquatement ce risque et y réagir rapidement, car il est fort difficile de régler des problèmes de liquidité importants après coup.

Les ACVM s'attendent à ce que tous les GFI établissent et maintiennent un cadre efficace de GRL qui est conforme à la norme de conduite légale des GFI et à leurs obligations en vertu de la Norme canadienne 31-103, en plus de voir au respect par les fonds d'investissement qu'ils gèrent des obligations prévues par la Norme canadienne 81-102. L'incorporation d'un tel cadre dans les systèmes de gestion des risques généraux des GFI contribuera à favoriser les intérêts des porteurs en réduisant le risque d'asymétries importantes de la liquidité, et atténuera ainsi le risque que le fonds

¹⁷ OICV, « *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration* » <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>.

ne puisse satisfaire aux demandes de rachat.

Les ACVM poursuivront la surveillance du processus de GRL des fonds dans le cadre de leur programme d'examen de l'information continue et envisageront d'autres projets réglementaires, au besoin. Elles invitent également les GFI ayant des préoccupations en matière de liquidité à communiquer de façon proactive avec leur autorité principale.

Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

<p>Gabriel Chénard Analyste à la réglementation Direction de l'encadrement des fonds d'investissement Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4482 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4482 gabriel.chenard@lautorite.qc.ca</p>	<p>Olivier Girardeau Analyste expert en fonds d'investissement Direction de l'encadrement des fonds d'investissement Autorité des marchés financiers 514 395-0037, poste 4334 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4334 olivier.girardeau@lautorite.qc.ca</p>
<p>Neeti Varma Manager, Investment Funds and Structured Products Branch Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8067 nvarma@osc.gov.on.ca</p>	<p>Ritu Kalra Senior Accountant, Investment Funds and Structured Products Branch Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8063 rkalra@osc.gov.on.ca</p>
<p>Stephanie Tjon Senior Legal Counsel (Secondment), Investment Funds and Structured Products Branch Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-3655 stjon@osc.gov.on.ca</p>	<p>George Hungerford Senior Legal Counsel Corporate Finance Division British Columbia Securities Commission 604 899-6690 ghungerford@bcsc.bc.ca</p>
<p>Chad Conrad Senior Legal Counsel Corporate Finance Alberta Securities Commission 403 297-4295 chad.conrad@asc.ca</p>	<p>Brandon Rasula Legal Counsel Corporate Finance Alberta Securities Commission 403 355-6298 brandon.rasula@asc.ca</p>

<p>Patrick Weeks Corporate Finance Analyst Commission des valeurs mobilières du Manitoba 204 945-3326 patrick.weeks@gov.mb.ca</p>	<p>Heather Kuchuran Director Corporate Finance Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan 306 787-1009 heather.kuchuran@gov.sk.ca</p>
---	--