

Document de consultation 81-409 des ACVM

Rehaussement de la réglementation en matière de fonds négociés en bourse : approches proposées et analyse

Le 19 juin 2025

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) examinent des modifications qui pourraient être apportées au cadre réglementaire des fonds d'investissement s'appliquant aux fonds négociés en bourse (les **FNB**)¹. Depuis le lancement du premier fonds du genre au Canada en 1990, les FNB ont affiché une forte croissance. En effet, leurs actifs gérés s'élevaient à 518 milliards de dollars le 31 décembre 2024, ce qui correspond à environ 19 % des actifs des fonds faisant appel public à l'épargne². À la fin de 2024, 45 fournisseurs de FNB en proposaient plus de 1 200 au Canada³. Les FNB donnent un accès facile à un large éventail de produits et de stratégies de placement, et procurent de la liquidité intrajournalière en inscrivant leurs titres à la cote d'une bourse. Les investisseurs individuels font une utilisation considérable des FNB, leurs placements dans ceux-ci représentant approximativement 62 % de l'ensemble des actifs des FNB en décembre 2024⁴.

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'**OICV**) a récemment examiné le rendement des FNB pendant les mois de mars et d'avril 2020, où la tension boursière provoquée par la pandémie de COVID-19 était forte pour ces fonds⁵. De manière générale, elle a constaté que même si certains sous-ensembles de FNB ont fait temporairement l'objet d'opérations inhabituelles, leur structure a fait preuve de résilience au cours de cette période, celle-ci n'ayant pas démontré de vulnérabilités importantes ni été exposée à des risques majeurs. La résilience de la structure des FNB pendant cette période de volatilité pourrait motiver encore plus de gens à se tourner vers ce type de fonds, un tel engouement incitant les ACVM à leur porter une attention particulière.

¹ Voir la définition de « fonds négocié en bourse » dans la Norme canadienne 41-101 sur les *obligations générales relatives au prospectus*.

² Rapport sur les fonds d'investissement 2024 de l'Association des marchés de valeurs et des investissements (l'**AMVI**) (auparavant l'IFIC), 31 janvier 2025 (le **rapport 2024 de l'AMVI**). Au 31 décembre 2024, l'actif net des FNB correspondait environ à 19 % du total des actifs détenus dans les fonds d'investissement ouverts (les actifs détenus dans des organismes de placement collectif (les **OPC**) se chiffraient à 2 242 milliards de dollars, et ceux dans des FNB, à 518 milliards de dollars).

³ Rapport 2024 de l'AMVI.

⁴ Correspond à la quote-part du total des actifs détenus dans des FNB inscrits à la cote d'une bourse canadienne attribuable aux investisseurs individuels canadiens. Les données proviennent du rapport intitulé *ETF and Index Funds Report* (Q4 2024) produit par ISS Market Intelligence et publié par Investor Economics.

Tous les droits relatifs à l'information fournie par Institutional Shareholder Services Canada Inc. et les membres de son groupe (ISS) appartiennent à ISSCI et/ou à ses concédants de licences. ISSCI n'offre aucune garantie expresse ou tacite, et décline toute responsabilité quant aux erreurs, aux omissions ou aux interruptions dans la fourniture des données, ou en lien avec toute donnée fournie.

⁵ Organisation internationale des commissions de valeurs, *Exchange Traded Funds Thematic Note - Findings and Observations during COVID-19 induced market stresses*, 2018, à <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD682.pdf>.

Le marché canadien des FNB s'est profondément métamorphosé depuis ses débuts. Au départ, les FNB avaient pour mission de reproduire le rendement des grands indices boursiers canadiens et américains et d'offrir une diversification du portefeuille à faible coût. Les FNB canadiens ont évolué depuis et offrent maintenant une large gamme d'actifs et de stratégies de placement, y compris des FNB indiciels, des FNB à bêta intelligent, des FNB à rendement inverse ou des FNB à effet de levier qui suivent quotidiennement certains indices et cours de marchandises, des FNB de répartition d'actifs et des FNB gérés activement. Certains FNB utilisent des stratégies de placement alternatives autorisées en vertu de la Norme canadienne 81-102 sur les *fonds d'investissement* (la **Norme canadienne 81-102**).

Au fil de la croissance, de la multiplication et de l'évolution des FNB ces dernières années, les autorités en valeurs mobilières d'autres territoires ont élaboré et mis en œuvre des obligations ou ont publié des documents de consultation, des recommandations et des indications concernant les FNB⁶. En mai 2023, l'OICV a publié le rapport intitulé *Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds*⁷ (**les bonnes pratiques relatives aux FNB**) qui vient compléter celui intitulé *IOSCO Principles for the Regulation of ETFs*⁸ (**les principes relatifs aux FNB**) et fournit des exemples d'application de ces principes.

Pour l'heure, en vertu des règles des ACVM sur les fonds d'investissement, les FNB sont régis par un cadre pour l'essentiel semblable à celui des OPC classiques. En effet, les deux types de produits sont des « organismes de placement collectif » selon la législation en valeurs mobilières, car ils offrent des titres rachetables sur demande à la valeur liquidative. Par exemple, les FNB sont assujettis aux restrictions applicables aux OPC, y compris les obligations en matière de diversification du portefeuille et les restrictions concernant les actifs non liquides prévues par la Norme canadienne 81-102.

Bien que le cadre réglementaire actuel s'intéresse à certaines particularités des FNB⁹, il n'est pas largement adapté à ces derniers. Les FNB ont des caractéristiques uniques qui les distinguent des OPC classiques, à savoir le dispositif de création et de rachat de leurs parts, la négociation de celles-ci sur le marché secondaire et le mécanisme d'arbitrage s'y rapportant, lequel permet le maintien du cours de ces parts sur ce marché près de la valeur sous-jacente

⁶ Voir, par exemple, le document de la Securities and Exchange Commission des États-Unis intitulé *Exchange Traded Funds*, Release No. IC-33646, 2019, à <https://www.sec.gov/rules/final/2019/33-10695.pdf>; les documents de la Central Bank of Ireland intitulés *Discussion Paper 6 on Exchange Traded Funds*, 2017, à https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/discussion-paper-6---exchange-traded-funds.pdf?sfvrsn=4d1ba61d_8%20, et *Feedback Statement on DP6 - Exchange Traded Funds*, 2018, à <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/feedback-statement-on-exchange-traded-funds---discussion-paper-6.pdf?sfvrsn=2>; les documents de la Hong Kong Securities and Futures Commission intitulés *Consultation Paper on Proposed Amendments to the Code on Unit Trusts and Mutual Funds*, 2017, à <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/openFile?lang=EN&refNo=17CP8>, et *Consultation Conclusions on Proposed Amendments to the Code on Unit Trusts and Mutual Funds*, 2018, à <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=EN&refNo=17CP8>.

⁷ *IOSCO Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds*, 2023, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD733.pdf>.

⁸ *IOSCO Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds*, 2013, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf>.

⁹ Par exemple, en raison des écarts entre le modèle de placement des FNB et celui des OPC classiques, l'obligation de transmission du prospectus a été modifiée en 2016 afin d'exiger que le courtier agissant à titre de mandataire du souscripteur transmette l'aperçu du FNB à l'investisseur qui a acheté les titres du FNB par l'intermédiaire d'une bourse ou d'un système de négociation parallèle, que l'ordre d'achat de l'investisseur vise des titres récemment émis par le FNB ou non.

de leur portefeuille. Ces attributs font l'objet d'une analyse détaillée à la sous-rubrique II.A ci-après.

En 2023, les membres des ACVM ont entamé un examen pour déterminer si la réglementation actuelle des FNB demeure appropriée en regard des caractéristiques propres à ces fonds (**l'examen de la réglementation des FNB**)¹⁰. Il s'agissait a) d'étudier le marché canadien des FNB et b) de repérer les lacunes possibles du cadre réglementaire en vigueur et les moyens d'actualiser et de rehausser ce dernier. La division Leadership éclairé de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) s'est penché sur le marché canadien des FNB, en a analysé la composition et a étudié l'activité sur le marché secondaire, y compris les facteurs pouvant influencer sur la liquidité et l'arbitrage des FNB. Les constatations tirées de cet examen ont éclairé notre analyse des lacunes possibles. Elles sont exposées en détail dans le rapport sur l'étude visant les FNB menée par la CVMO intitulé *An Empirical Analysis of Canadian ETF Liquidity and the Effectiveness of the Arbitrage Mechanism*, qui a été publié le 19 juin 2025 (**l'étude de la CVMO sur les FNB**)¹¹.

Nous exposons dans le présent document de consultation (le **document de consultation**) notre point de vue sur les lacunes possibles qui pourraient devoir être comblées, et proposons des améliorations au cadre réglementaire applicable aux FNB. Les propositions tiennent compte du rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB à l'intention des autorités en valeurs mobilières et de la façon dont les différents territoires ont mis en œuvre le rapport de l'OICV sur les principes relatifs aux FNB qui pourraient convenir au marché.

Les ACVM publient le document de consultation pour une période de 120 jours afin de recueillir les commentaires des intervenants sur les questions et les modifications proposées qui figurent à la rubrique III. Ces modifications touchent principalement les FNB et leurs gestionnaires, mais également les investisseurs et leurs conseillers, les courtiers fournissant de la liquidité aux FNB et leurs bourses d'inscription. Nous sommes d'avis qu'un cadre réglementaire adapté à la structure unique des FNB peut rehausser la protection des investisseurs, accroître leur confiance envers les FNB et favoriser la concurrence. Nos propositions visent à ce que notre cadre réglementaire demeure approprié pour les FNB afin de soutenir une croissance continue en faveur des investisseurs. Nous encourageons les intervenants à exprimer leur point de vue sur ces propositions et à nous fournir les données qui sous-tendent leurs commentaires. Nous les invitons également à répondre aux questions posées aux présentes.

Les ACVM examineront les commentaires relatifs à tous les éléments abordés dans le document de consultation, et plus particulièrement ceux concernant les propositions qui y sont exposées, pour déterminer si de nouvelles règles sont nécessaires pour répondre aux préoccupations exprimées. Le cas échéant, les ACVM publieront pour consultation les dispositions proposées selon le processus d'élaboration réglementaire.

La période de consultation prendra fin le 17 octobre 2025.

¹⁰ Voir : [Les autorités en valeurs mobilières du Canada entreprennent un examen des fonds négociés en bourse](#), août 2023.

¹¹ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (2025) au www.osc.gov.on.ca.

II. Contexte

A. Survol des caractéristiques des FNB

Les FNB sont uniques, car leurs titres peuvent être achetés et vendus sur deux marchés : le marché primaire et le marché secondaire. Ils effectuent le placement permanent de leurs parts sur le marché primaire et inscrivent leurs titres à la cote d'une bourse pour en faciliter la négociation sur le marché secondaire. Un mécanisme d'arbitrage particulier relie les deux marchés. Les principales caractéristiques des FNB sont abordées ci-après.

1. Création et rachat de parts sur le marché primaire

Comme c'est le cas des OPC classiques, les FNB procèdent au placement permanent de leurs titres sans limite quant au nombre de titres émis, et ceux-ci sont rachetables sur demande à la valeur liquidative. Mais contrairement à ces OPC, il est impossible pour les investisseurs des souscrire directement des parts du FNB. Ces dernières sont plutôt émises et rachetées seulement par des courtiers ayant conclu une entente avec le gestionnaire du FNB. Cette entente, habituellement connue sous l'appellation « entente de courtage visant le placement permanent de titres » (**l'entente de courtage**) chez les gestionnaires des FNB et les courtiers, permet aux courtiers de souscrire et de racheter d'importants blocs de parts du FNB à la valeur liquidative, qui est établie une fois par jour. En règle générale, ce bloc de parts est appelé « nombre de parts fixé » dans les prospectus des FNB, ou « blocs de parts » par les participants du secteur. D'ordinaire, les courtiers sont des courtiers inscrits régis par l'Organisme canadien de réglementation des investissements, et sont communément appelés « courtiers autorisés » ou « participants autorisés » (les **PA**).

Seuls les PA peuvent procéder à la création et au rachat de parts du FNB, aussi appelées « transactions sur le marché primaire ». Comme il est indiqué au paragraphe II.A.2¹², la plupart des investisseurs achètent ou vendent des parts de FNB sur un marché au cours en vigueur pendant le jour de bourse.

De façon générale, aux termes de l'entente de courtage, le PA peut souscrire un bloc de parts du FNB contre du comptant, des titres, ou les deux. En vertu de la Norme canadienne 81-102, la somme versée ou la valeur des titres offerts doit correspondre au produit de la valeur liquidative par part et du nombre de parts dans le bloc de parts¹³. Lorsque la contrepartie prend la forme de titres, le gestionnaire du FNB informe les PA à l'avance des titres à fournir et du solde en numéraire à acquitter, s'il y a lieu (la **contrepartie du bloc de parts**). Autrement dit, il s'agit de la contrepartie que devra verser le PA pour obtenir un bloc de parts.

S'agissant du rachat, le processus inverse s'applique. Le PA détenant suffisamment de parts du FNB pour constituer un bloc de parts peut racheter celles-ci à la valeur liquidative¹⁴. Si le rachat est effectué au moyen de titres en portefeuille, le gestionnaire du FNB fournit à l'avance la liste des titres (et le solde en numéraire, s'il y a lieu) qui seront remis (la **contrepartie du rachat**). Il

¹² Les investisseurs souhaitant acheter et vendre d'importants blocs de parts (habituellement, des investisseurs institutionnels) peuvent chercher à effectuer des opérations à la valeur liquidative par l'intermédiaire de PA.

¹³ Voir le paragraphe 1 de l'article 9.3 de la Norme canadienne 81-102.

¹⁴ Bien que les prospectus de FNB indiquent que les investisseurs possédant suffisamment de parts pour constituer un bloc de parts peuvent en demander le rachat au FNB, nous croyons comprendre que, dans la pratique, seuls les PA le font. L'investisseur qui souhaite faire racheter des parts par le FNB pourrait s'adresser à un PA qui agirait en qualité de mandataire.

se pourrait que le gestionnaire du FNB puisse, à son gré, décider d'effectuer le rachat en numéraire. Certains FNB créent ou rachètent des parts en numéraire seulement. Le gestionnaire du FNB peut aussi autoriser le PA à négocier certains éléments de la contrepartie du bloc de parts ou du rachat, tel qu'il est indiqué à la sous-rubrique III.A ci-après.

Le PA peut créer ou racheter des parts du FNB pour son propre compte, ou agir à titre de mandataire à cette fin pour ses clients. Il peut détenir les parts du FNB qu'il a créées dans son portefeuille ou les négocier avec d'autres investisseurs sur le marché secondaire. De même, il peut détenir en portefeuille les titres reçus dans le cadre d'un rachat, ou les vendre. Nous comprenons qu'aux termes de l'entente de courtage, le PA n'est habituellement pas tenu de créer ou de racheter des parts du FNB, et qu'il n'est pas rémunéré par le FNB ni par son gestionnaire pour ce faire.

Le FNB peut exiger des frais du PA pour la création ou le rachat de parts. D'ordinaire, ces frais servent à compenser le FNB pour les coûts engagés à cette fin. Le mécanisme de création et de rachat de parts présente des différences importantes, notamment le fait que le PA assume la totalité des coûts liés à l'acquisition ou à la vente de titres pour le FNB (soit par la création et le rachat de parts en nature ou par le paiement de frais relatifs à la création et au rachat de titres en numéraire). Les PA intègrent ces coûts dans l'écart acheteur-vendeur coté, et les investisseurs les paient seulement lorsqu'ils achètent ou vendent des parts du FNB sur le marché secondaire. Ainsi, les investisseurs qui n'achètent ni ne vendent de parts ne sont pas touchés par les coûts de transactions liés aux fonds qui entrent ou sortent du FNB. À l'inverse, lorsqu'un investisseur souscrit ou achète des parts d'un OPC classique, c'est l'OPC qui assume les coûts de transactions (ceux-ci étant, par conséquent, partagés entre les investisseurs existants); il en est de même lorsqu'un investisseur vend des parts d'un OPC. Compte tenu de l'inclusion des coûts de transactions dans l'écart acheteur-vendeur du FNB, ces derniers sont acquittés par les investisseurs qui achètent ou vendent des parts¹⁵.

2. Opérations sur le marché secondaire

Les FNB inscrivent leurs parts à la cote d'une bourse et, en règle générale, les investisseurs achètent et vendent des parts de FNB sur le marché secondaire. Les opérations sur parts de FNB, y compris celles de FNB inscrits à la cote de bourses aux États-Unis, peuvent être effectuées par l'intermédiaire de comptes de courtage, les parts de FNB étant négociées comme tout autre titre coté. Ces opérations se déroulent pendant les heures de négociation aux cours en vigueur, lesquels peuvent être supérieurs (une **prime**) ou inférieurs (un **escompte**) à la valeur liquidative par part établie par le FNB. Comme c'est le cas pour les opérations sur titres de capitaux propres, les investisseurs qui effectuent de telles opérations doivent acquitter certains coûts, comme l'écart acheteur-vendeur et les commissions.

La coexistence des marchés primaire et secondaire donne lieu à des occasions d'arbitrage qui facilitent le rapprochement du cours des parts des FNB et de la valeur sous-jacente du portefeuille du FNB (la **valeur sous-jacente**). Ce mécanisme d'arbitrage est le pivot de la structure des FNB. Il fait l'objet d'une analyse détaillée dans le paragraphe 3 ci-dessous.

Les parts de FNB se négocient comme des actions : elles sont facilement accessibles par l'intermédiaire d'une bourse et offrent la souplesse voulue pour mettre en œuvre diverses

¹⁵ HILL, Joanne M., Dave NADIG et Matt HOUGAN. *A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs)*, CFA Institute Research Foundation, 2015, p. 26 et 27, <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2015/rf-v2015-n3-1-pdf.pdf>.

stratégies de placement. Par exemple, les investisseurs peuvent acheter des parts de FNB au comptant ou sur marge, ou les vendre à découvert. Bon nombre de FNB utilisent des options, ce qui permet diverses stratégies de négociation et de placement. Les investisseurs individuels souhaitant acheter ou vendre des parts de FNB le font en bourse. La négociation sur le marché secondaire attire un large éventail de participants, ce qui fait la popularité des FNB¹⁶. Ces fonds sont non seulement assujettis à la réglementation des fonds d'investissement, mais également aux règles de négociation du marché secondaire, dont celles concernant la meilleure exécution et l'usage de mécanismes de contrôle de la volatilité.

Les teneurs de marché officiels pour les FNB doivent également se plier aux règles des bourses compétentes. À l'heure actuelle, les bourses canadiennes affectent un teneur de marché officiel à chaque FNB pour fournir de la liquidité. Chaque bourse supervise son programme de tenue de marché et détermine si le teneur de marché qui a été affecté s'acquitte de ses obligations de rendement, ce qui peut inclure l'atteinte d'objectifs relatifs à l'écart minimum, leur apport à la liquidité et à la profondeur du marché ainsi que le maintien de l'activité de négociation des FNB.

Habituellement, le gestionnaire du FNB désigne un courtier qui agira à titre de teneur de marché officiel pour le FNB sur sa bourse d'inscription. Il conclura avec ce courtier une « entente de courtier désigné » selon laquelle le courtier consent à agir en tant que courtier désigné pour le FNB¹⁷. En règle générale, le prospectus du FNB indique les tâches qui incombent au courtier désigné aux termes de cette entente, notamment : *i*) la souscription d'un nombre suffisant de parts du FNB pour satisfaire aux exigences d'inscription initiale de la bourse d'inscription, *ii*) la souscription permanente de parts du FNB en lien avec des transactions de portefeuille et certains rachats en numéraire et *iii*) le maintien d'un marché liquide à double sens pour la négociation des parts du FNB sur la bourse d'inscription. Cette dernière surveille le courtier désigné dans son rôle de teneur de marché officiel afin de s'assurer qu'il respecte les paramètres du programme de tenue de marché qu'elle a mis en place.

Outre le courtier désigné, les PA et d'autres participants au marché peuvent fournir de la liquidité en affichant des offres d'achat et de vente pour des titres de FNB tout au long du jour de bourse, ce qui accroît la liquidité et la profondeur du marché sans devoir satisfaire aux exigences de la bourse en matière de soutien de liquidité. Les courtiers peuvent chercher à devenir des PA pour négocier des parts de FNB directement sur le marché primaire (plutôt que par l'intermédiaire d'un PA). Par contre, il n'est pas nécessaire pour le courtier fournissant de la liquidité d'être un PA, et ce dernier n'est pas tenu de fournir de la liquidité. Nous comprenons que les gestionnaires de FNB puissent s'attendre à ce que les PA stimulent la liquidité de leurs produits, ou conclure des accords informels en ce sens, comme il est mentionné ci-dessus, étant donné qu'ils communiquent aux PA des renseignements permettant d'évaluer leurs FNB. Toutefois, l'entente de courtage ne comporte habituellement aucune obligation de fournir de la liquidité.

¹⁶ Entre 2019 et 2023, le volume des opérations sur parts de FNB au Canada est passé d'environ 5 % à plus de 8 % du volume moyen quotidien de l'ensemble des opérations sur tous les titres cotés. Par ailleurs, la valeur des opérations sur parts de FNB au Canada a également augmenté, passant de près de 9 % à plus de 11 % de la valeur moyenne quotidienne de l'ensemble des opérations sur tous les titres cotés. Pour en savoir plus, voir l'étude de la CVMQ sur les FNB.

¹⁷ Nous comprenons que, habituellement, le courtier désigné peut créer et racheter des parts de FNB afin de s'acquitter de ses obligations en qualité de teneur de marché, soit en vertu des clauses de l'entente de courtage conclue avec le gestionnaire du FNB, soit conformément aux pouvoirs conférés par l'entente de courtier désigné.

Normalement, les cours acheteur et vendeur publiés par le courtier désigné, les PA et autres fournisseurs de liquidité sont, en règle générale, étroitement liés à la valeur sous-jacente du FNB en raison des possibilités d'arbitrage que comporte la structure du FNB.

3. Mécanisme d'arbitrage

Les FNB sont commercialisés comme des produits d'investissement liquides pouvant être négociés pendant une même séance à des cours se rapprochant de la valeur sous-jacente des titres en portefeuille. La corrélation étroite entre le cours et la valeur sous-jacente est tributaire du bon fonctionnement du mécanisme d'arbitrage.

La capacité de créer et de racheter des parts sur le marché primaire, ainsi que de négocier des parts de FNB sur le marché secondaire, donne des possibilités d'arbitrage qui favorisent le rapprochement du cours des parts de FNB et de leur valeur sous-jacente. Par exemple, si des parts d'un FNB donné se négocient à escompte sur un marché, le PA pourrait en acheter sur le marché secondaire et procéder à la vente, ou à la vente à découvert, des titres sous-jacents pour tirer parti de l'escompte. Lorsque le PA détient suffisamment de parts de FNB pour former un bloc de parts, il peut demander au FNB de racheter ces parts contre les titres sous-jacents qui composeront la contrepartie du rachat. Ce processus peut exercer une pression à la hausse sur le cours des parts du FNB ou à la baisse sur les titres constituant la contrepartie du rachat, rapprochant ainsi le cours des parts du FNB de leur valeur sous-jacente.

En revanche, si les parts du FNB se négocient à prime, le PA pourrait lancer le processus inverse. Ce mécanisme, appelé « mécanisme d'arbitrage », aide à maintenir le cours des parts de FNB proche de leur valeur sous-jacente.

Les fournisseurs de liquidité qui ne sont pas des PA peuvent également faire de l'arbitrage en créant et en rachetant des parts de FNB, et ce, en transmettant des ordres aux PA. De même, ces fournisseurs (y compris les PA) peuvent effectuer des opérations d'arbitrage exclusivement sur le marché secondaire, au lieu de créer ou de racheter des parts sur le marché primaire. Les PA savent généralement négocier les titres sous-jacents du FNB sur les marchés. Ils sont motivés par les occasions d'arbitrage et la possibilité de fournir de la liquidité, ce qui leur permet de faire des profits. De cette façon, les fournisseurs de liquidité favorisent le maintien du cours des parts du FNB proche de leur valeur sous-jacente.

En raison des possibilités d'arbitrage au sein de la structure des FNB, on s'attend de façon générale à ce que les parts de FNB se négocient près de leur valeur sous-jacente dans des conditions de marché normales. Les écarts importants, s'il y en a, sont plus susceptibles de se produire en période de volatilité des marchés¹⁸.

Un arbitrage efficace est essentiel pour permettre aux investisseurs (qui ne peuvent pas traiter directement avec le FNB) d'acheter ou de vendre des parts de FNB sur le marché secondaire à des cours correspondant pratiquement à la valeur sous-jacente en temps réel du FNB. Nous comprenons qu'à l'étape de la conception des produits, les gestionnaires de FNB prennent en considération la possibilité d'un arbitrage efficace (par exemple, la disponibilité d'actifs corrélés et la participation de fournisseurs de liquidité) et celle que les caractéristiques du produit proposé nuisent au mécanisme d'arbitrage, ce qui pourrait occasionner des écarts indésirables entre le cours et la valeur sous-jacente du FNB.

¹⁸ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 16 et 17).

i) Favoriser l'efficacité du mécanisme d'arbitrage

a) Renseignements permettant d'évaluer le FNB

Pour les FNB, communiquer des renseignements sur leur portefeuille est un moyen de favoriser l'efficacité du mécanisme d'arbitrage, ce qui donne lieu à une réduction de la prime ou de l'escompte, à des écarts moindres et à une plus grande liquidité du fonds¹⁹. Ces renseignements ainsi que d'autres éléments d'information servant à établir la valeur du portefeuille du FNB permettent aux PA et aux autres fournisseurs de liquidité *i)* d'évaluer l'écart entre le cours des parts du FNB et leur valeur sous-jacente, et *ii)* de couvrir leurs positions. Par conséquent, la politique des FNB en matière de communication des renseignements sur l'évaluation est au cœur de leurs activités, contrairement aux OPC classiques, dont les parts sont négociées à la valeur liquidative établie quotidiennement et qui n'ont donc pas recours à l'arbitrage.

Tel qu'il est indiqué à la sous-rubrique III.D ci-après, il existe à l'heure actuelle une pluralité des pratiques dans le secteur en ce qui concerne le type de renseignements sur le portefeuille que les gestionnaires de FNB fournissent aux PA et aux autres participants au marché. En règle générale, les gestionnaires de FNB cherchent à fournir suffisamment de renseignements pour favoriser un arbitrage efficace, assurant ainsi des écarts acheteurs-vendeurs concurrentiels et de faibles primes ou escomptes par rapport à la valeur liquidative.

b) Participation active des PA et des autres fournisseurs de liquidité

Le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB souligne également l'importance de la participation active et soutenue des PA et des autres fournisseurs de liquidité pour favoriser un arbitrage et une fourniture de liquidité efficaces²⁰. Les gestionnaires de FNB sont invités à ne pas conclure d'accords exclusifs avec les PA et les teneurs de marché qui pourraient nuire à l'efficacité du mécanisme d'arbitrage²¹, mais plutôt à promouvoir une concurrence ouverte et efficace entre les PA et les autres fournisseurs de liquidité, puisque la concurrence améliore l'efficacité de l'arbitrage et crée un marché secondaire actif.

c) Autres pratiques

Le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB met aussi en relief d'autres pratiques qui, selon les participants du secteur, pourraient contribuer à un arbitrage efficace, notamment l'établissement de procédures de création et de rachat de parts claires et dont les coûts sont quantifiables, la possibilité d'établir une « contrepartie sur mesure », l'option de se tourner vers d'autres PA si un PA donné n'est pas en mesure de mener à bien la création ou le rachat de parts pour quelque motif que ce soit, la mise en place d'une architecture ouverte pour les PA afin de favoriser la concurrence, l'élargissement de l'accès aux PA et aux teneurs de marché, si possible, et la réduction de la taille minimale des blocs de parts dans la mesure du possible, tant à la création qu'au rachat²².

¹⁹ Rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 23).

²⁰ Rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 31).

²¹ Rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 32 et 33).

²² Rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 34 et 35).

B. Marché canadien des FNB

Tel qu'il est indiqué précédemment, l'analyse du marché canadien des FNB menée par la division Leadership éclairé de la CVMO se trouve dans l'étude de la CVMO sur les FNB, laquelle renferme un résumé de la taille et de la composition de ce marché, de la liquidité du marché secondaire ainsi que des primes ou des escomptes par rapport à la valeur liquidative. Cette étude cherchait également à déterminer si a) le nombre de PA et b) la communication au public de la composition du portefeuille ont une incidence sur les écarts acheteur-vendeur et les écarts entre les cours et la valeur liquidative. Nous invitons les intervenants à la consulter pour en savoir plus sur ses conclusions.

III. Sujets et propositions en vue de la consultation

Le document de consultation porte principalement sur les particularités des FNB traitées précédemment. Nous avons cerné des lacunes possibles et nous proposons et analysons des améliorations pouvant être apportées au cadre réglementaire en vigueur. Nous mettons l'accent sur les propositions qui soutiennent le fonctionnement efficace du mécanisme d'arbitrage, lequel est primordial pour les FNB. Nos propositions prennent en considération les bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (et plus particulièrement celles à l'intention des autorités en valeurs mobilières) et les moyens utilisés par divers territoires pour mettre en œuvre les principes relatifs aux FNB de l'OICV présentés dans son rapport sur les bonnes pratiques relatives aux FNB. Nous avons examiné un échantillon de prospectus de FNB en nous concentrant sur l'information concernant les accords conclus par les gestionnaires de FNB en vue de soutenir le mécanisme d'arbitrage pour leurs FNB ainsi que sur les risques qui y sont associés. Nous avons également analysé un échantillon de sites Web de FNB et évalué l'information rendue publique par les gestionnaires de FNB.

Le document de consultation vise à solliciter les commentaires des intervenants au sujet de nos propositions et des questions soumises à la consultation, lesquelles sont classées par sujet ci-après. En outre, les intervenants sont invités à commenter tous les aspects du document de consultation, plus particulièrement les coûts et les avantages des mesures pouvant être prises.

A. Politiques et procédures relatives à la création et au rachat de parts

Les PA peuvent créer des parts de FNB sur le marché primaire contre du comptant ou des titres, ou les deux. Le PA qui vend des parts d'un FNB à découvert sur le marché secondaire pour satisfaire à la demande d'un investisseur peut utiliser les parts nouvellement créées pour dénouer ses positions courtes. À l'inverse, il peut racheter des parts du FNB qu'il a achetées auprès du FNB sur le marché secondaire contre des titres composant le portefeuille ou du comptant, ou les deux, dénouant ainsi sa position acheteur sur les parts du FNB. Le mécanisme de création et de rachat quotidien permet la négociation d'importants blocs de parts de FNB sans que le cours acheteur-vendeur ne s'écarte de façon notable de la valeur sous-jacente. Les transactions conclues sur le marché primaire aident également les PA à atténuer les risques auxquels ils sont exposés lorsqu'ils fournissent de la liquidité aux FNB, ce qui les encourage à fournir activement de la liquidité sur le marché secondaire. Il faut donc un marché primaire efficace pour soutenir la liquidité des FNB et maintenir les cours à un niveau se rapprochant de la valeur liquidative, ce qui est avantageux pour les investisseurs négociant sur le marché secondaire.

Les activités sur le marché primaire peuvent également contribuer à la gestion efficace du portefeuille du FNB. Par exemple, la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat pourraient ne pas correspondre à une tranche proportionnelle du portefeuille du FNB. Les FNB

peuvent rééquilibrer leur portefeuille de façon efficiente en incluant les titres souhaités dans la contrepartie du bloc de parts, et les titres indésirables, dans la contrepartie du rachat.

Le marché primaire favorise le mécanisme d'arbitrage et pourrait avoir une incidence sur la gestion de portefeuille des FNB, faisant ainsi de la création et du rachat ordonnés de parts des éléments déterminants. Nous proposons donc que les FNB soient tenus d'établir, de maintenir et de respecter des politiques et procédures écrites en matière de création et de rachat de parts.

Pour l'heure, les prospectus de FNB fournissent quelques renseignements sur le processus de création et de rachat de parts (par exemple, l'heure limite, et si la contrepartie doit prendre la forme de comptant, de titres, ou les deux), mais sont muets quant aux politiques du gestionnaire du FNB en la matière (comme la méthode utilisée pour établir la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat). Nous croyons comprendre que bon nombre de gestionnaires de FNB sont dotés de politiques et de procédures écrites ou de directives et de pratiques internes concernant la création et le rachat de parts. La proposition des ACVM a pour objectif de rendre officielles ces pratiques, au même titre que l'instauration de politiques et de procédures écrites relatives à d'autres processus clés, comme l'évaluation des fonds. À l'instar des processus d'évaluation des fonds, ces politiques devraient être approuvées par le conseil d'administration du gestionnaire du FNB et faire l'objet d'un examen et de vérifications, et tenir compte des questions de conflits d'intérêts²³.

Les FNB qui créent et rachètent des parts en contrepartie de titres peuvent avoir des politiques et des procédures plus complexes que les FNB dont les opérations sont effectuées en numéraire seulement. Ils communiquent la composition de la contrepartie du bloc de parts et de la contrepartie du rachat aux PA avant l'ouverture de la bourse. Nous comprenons que, à la demande des PA, certains gestionnaires de FNB peuvent accepter ou établir une « contrepartie sur mesure » dont les composantes diffèrent de celles de la contrepartie du bloc de parts et de la contrepartie du rachat présentée avant l'ouverture de la bourse (la **contrepartie standard**). Dans le document de consultation, toute contrepartie ne comportant pas les mêmes composantes que celle communiquée aux PA par le FNB avant l'ouverture de la bourse est appelée une « contrepartie sur mesure ». Est également ainsi appelée toute contrepartie où le comptant est remplacé par une ou plusieurs des composantes publiées formant la contrepartie standard.

Le recours à une contrepartie sur mesure peut se révéler avantageux pour le FNB et ses investisseurs. La souplesse qu'elle procure peut amoindrir les coûts de transactions que doit acquitter le PA, favorisant ainsi l'efficacité de l'arbitrage et réduisant les écarts acheteurs-vendeurs des parts du FNB en bourse. La contrepartie sur mesure peut également accroître l'activité d'arbitrage ainsi que la liquidité des parts du FNB, car elle permet aux PA d'utiliser un plus large éventail des titres en inventaire et de respecter les restrictions de négociation auxquelles ils sont assujettis. En outre, elle peut aider les FNB à acheter ou à vendre efficacement des titres composant leur portefeuille.

Par contre, le recours à des contreparties sur mesure peut être source d'inquiétudes quant à de potentiels conflits d'intérêts. Par exemple, un PA membre du même groupe que le gestionnaire du FNB, ou un PA à qui le FNB (et d'autres FNB faisant partie de la même famille) fait appel pour maintenir l'arbitrage, peut influencer en sa faveur l'établissement de la contrepartie sur

²³ Voir l'article 9.6 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 81-106 sur l'*information continue des fonds d'investissement*.

mesure à l'étape des négociations²⁴. Les gestionnaires de FNB ont l'obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de leurs FNB lorsqu'ils établissent une contrepartie, et qu'ils en acceptent ou en transmettent une. En outre, nous sommes d'avis que la mise en place et le respect de politiques et procédures traitant précisément du recours aux contreparties sur mesure favoriseraient leur utilisation uniforme, faciliterait la gestion des conflits d'intérêts potentiels et permettrait d'éviter les écarts inappropriés lors de la création et du rachat de parts par le FNB.

Tel qu'il est indiqué dans l'Avis 81-735 du personnel de la CVMO intitulé *Cash Collateral Use for Delayed Basket Securities in ETF Subscriptions*, le gestionnaire du FNB peut, par exemple, accepter des espèces en garantie pour la création de parts si le PA accuse un retard dans la transmission des composantes de la contrepartie du bloc de parts. L'établissement de paramètres clairs concernant l'utilisation d'espèces en guise de garantie ainsi que d'un processus détaillé à l'intention des PA pour la demander ferait que tous les courtiers auraient cette même possibilité, plaçant ainsi tous les PA sur un pied d'égalité.

Compte tenu de l'importance du marché primaire, nous proposons que les FNB soient tenus d'instaurer des politiques et des procédures relatives à la création et au rachat de parts aux fins suivantes :

- faire que les activités sur le marché primaire soient surveillées par les gestionnaires des FNB (notamment au chapitre de la conformité), rehaussant ainsi sa solidité;
- mettre en place un mécanisme de création et de rachat de parts transparent dont les coûts sont quantifiables pour faciliter l'arbitrage²⁵;
- réduire les conflits d'intérêts potentiels;
- favoriser la concurrence entre les PA en les mettant sur un pied d'égalité lorsqu'ils font affaire avec un FNB.

Nous proposons que les politiques et procédures relatives à la création et au rachat de parts :

- précisent si le FNB crée et rachète des parts contre du comptant ou des titres (le montant en numéraire doit correspondre à la valeur liquidative);
- énoncent le processus que doit suivre le PA pour demander la création ou le rachat de parts en numéraire ainsi que les paramètres d'autorisation des transactions en numéraire si le FNB qui crée ou rachète des parts en échange de titres peut, de façon exceptionnelle, autoriser la création ou le rachat de parts en numéraire²⁶;
- indiquent le « nombre de parts fixé par le gestionnaire » (au sens de la Norme canadienne 81-102);
- fixent les frais (s'il y a lieu) qui sont facturés en lien avec le traitement associé à la création ou au rachat de parts;
- établissent la méthode régissant la constitution de la contrepartie du bloc de parts et de la contrepartie du rachat²⁷;

²⁴ Voir le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 40). On y trouve des exemples d'abus potentiels, y compris le fait pour le PA de sélectionner les titres qui l'intéressent (picorage) ou d'écouler les titres indésirables.

²⁵ Voir le sous-alinéa II.A.3(i)c) ci-dessus.

²⁶ Par exemple, le FNB peut n'autoriser la création que d'un certain nombre de titres pendant une période donnée en échange d'une contrepartie en numéraire.

²⁷ Par exemple, le FNB qui conclut des opérations en nature peut constituer une contrepartie consistant en une tranche proportionnelle de ses titres, ou en un échantillon optimisé de ceux-ci.

- précisent, si le FNB autorise la constitution d'une contrepartie sur mesure :
 - o le processus que doit suivre le PA pour demander une contrepartie sur mesure ainsi que les paramètres de constitution d'une telle contrepartie, y compris celui visant à autoriser toute dérogation à ces paramètres (s'il y a lieu);
 - o les procédures que doit suivre le gestionnaire du FNB pour examiner la contrepartie sur mesure, et déterminer si elle a été utilisée au mieux des intérêts du FNB;
- énoncent, si le FNB accepte les espèces données en garantie pour la création de parts, les paramètres entourant l'utilisation d'espèces en guise de garantie et le processus que doit suivre le PA pour demander l'autorisation d'utiliser une telle garantie;
- indiquent le processus et les procédures à suivre relativement à l'acceptation de la contrepartie du bloc de parts et la transmission de la contrepartie du rachat²⁸.

Nous sommes d'avis que les obligations proposées procureraient aux FNB la souplesse nécessaire pour mettre en œuvre des politiques et des procédures appropriées en matière de création et de rachat de parts. Par exemple, il se peut que les politiques et procédures des FNB qui n'acceptent que les contreparties en numéraire soient plus simples que celles des FNB qui utilisent la contrepartie en nature pour la création et le rachat de parts. Les paramètres des FNB qui autorisent les contreparties sur mesure ne comportant que des différences limitées par rapport à la contrepartie standard pourraient être moins détaillés. Si les politiques et les procédures relatives à la création et au rachat de parts étaient mises en place, les gestionnaires de FNB devraient tenir des dossiers pour justifier de leur respect, conformément au sous-paragraphe e du paragraphe 2 de l'article 11.5 de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*.

Question en vue de la consultation :

1. Jugez-vous inutiles ou superflus certains des éléments proposés dans les projets de politiques et de procédures relatives à la création et au rachat de parts? Devrions-nous y ajouter d'autres éléments?
2. Nous n'avons pas proposé que les politiques et procédures relatives à la création et au rachat de parts soient rendues publiques, car a) les investisseurs n'effectuent pas d'opérations sur le marché primaire et, par conséquent, n'ont aucun besoin des renseignements sur la constitution de la contrepartie, et b) l'efficacité du marché primaire et les risques potentiels associés à son fonctionnement seraient reflétés dans les principales mesures qui, selon ce qui est projeté, seraient communiquées sur le site Web du FNB, tel qu'il est indiqué au paragraphe III.B.1. Y aurait-il, toutefois, des éléments précis des politiques et des procédures (par exemple, la question de savoir si la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat de parts du FNB constitue une tranche proportionnelle du portefeuille ou un échantillon optimisé, si le FNB crée et rachète ses parts contre des titres ou du comptant, si le FNB autorise l'utilisation d'une contrepartie sur mesure, etc.) qui devraient être présentés dans le prospectus afin de fournir aux investisseurs de l'information utile au sujet du fonctionnement du marché primaire en ce qui concerne les FNB et des risques potentiels?

²⁸ L'heure limite de transmission des ordres d'achat et de vente y serait précisée.

B. Opérations effectuées sur le marché secondaire

1. Mesures à fournir sur le site Web

La Norme canadienne 81-106 sur l'*information continue des fonds d'investissement* (la **Norme canadienne 81-106**) prévoit que le fonds d'investissement doit désigner un site Web admissible sur lequel il affichera l'information prévue par la législation en valeurs mobilières. Un site Web admissible offre aux investisseurs un accès plus facile à l'information. En plus d'y afficher des documents réglementaires, les gestionnaires de FNB se servent souvent de leurs sites Web pour fournir de l'information à jour, notamment sur le rendement et le portefeuille du FNB.

Selon l'échantillon de sites Web examiné, les FNB y présentent l'activité de négociation quotidienne ainsi que de l'information sur l'établissement des cours, y compris la valeur liquidative par titre quotidienne, le cours de clôture²⁹, l'écart acheteur-vendeur et le pourcentage d'escompte ou de prime. Il est également possible d'y trouver de l'information antérieure (par exemple, les données des 12 derniers mois). Nous sommes d'avis que cette information est utile aux investisseurs, car elle les aide à comprendre que le cours des parts des FNB sur le marché secondaire peut différer de la valeur liquidative, et leur permet d'avoir accès aux frais d'opérations potentiels, lesquels font partie du coût total associé à un placement dans un FNB.

Les ACVM proposent que les FNB soient tenus de présenter sur leur site Web, dans un format accessible, de l'information à jour sur le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage et la négociation sur le marché secondaire pour aider les investisseurs à évaluer leurs décisions de placement et de négociation. Nos propositions quant à l'information à présenter sur les sites Web ont les objectifs suivants :

- *Améliorer la compréhension qu'ont les investisseurs des caractéristiques du FNB* – Les mesures fournies aident les investisseurs à apprécier le fonctionnement de l'arbitrage et à comprendre l'incidence de la prime ou de l'escompte ainsi que les écarts cotés sur les titres qu'ils détiennent.
- *Rehausser la transparence* – Les mises à jour quotidiennes permettent la publication d'information davantage à jour que celle figurant dans l'aperçu du FNB.
- *Faciliter la comparaison* – La présentation d'information normalisée pour des périodes uniformes permet une meilleure comparaison des FNB.

Pour l'heure, l'information relative aux cours et à la valeur liquidative des parts du FNB se trouve dans l'aperçu du FNB sous le titre « Information sur l'établissement du prix ». Les FNB doivent communiquer la fourchette des cours et de la valeur liquidative pour la période de 12 mois prenant fin dans les 60 jours précédant la date de l'aperçu du FNB pour chaque catégorie (ou série) de titres offerte³⁰. L'écart acheteur-vendeur moyen pour la même période, établi selon la méthode prescrite à l'Annexe 41-101A4, *Information à fournir dans l'aperçu du FNB* (l'**Annexe 41-101A4**), doit également être présenté³¹. Par contre, le FNB n'est pas tenu

²⁹ Aux fins de comparaison avec la valeur liquidative, les sites Web de FNB ayant fait l'objet d'un examen employaient des termes tels que « cours » ou « cours de clôture ».

³⁰ Voir le paragraphe 3 de la rubrique 2 de la partie 1 de l'Annexe 41-101A4, et les instructions 12 et 13 qui suivent ce paragraphe.

³¹ Voir le paragraphe 3 de la rubrique 2 de la partie 1 de l'Annexe 41-101A4, et l'instruction 14 qui suit ce paragraphe.

d'actualiser cette information fréquemment, car l'aperçu du FNB est déposé annuellement³². En outre, il y a absence d'uniformité dans les aperçus du FNB en ce qui concerne la période visée par l'information fournie à cet égard en raison des différentes dates de dépôt du prospectus, ce qui rend plus difficile la comparaison des FNB par les investisseurs.

Nous proposons que les FNB présentent sur leurs sites Web des mesures clés semblables à l'information sur l'établissement du prix fournie actuellement dans l'aperçu du FNB; ces mesures seraient mises à jour quotidiennement. Nous nous attendons à ce que les mesures soient présentées dans une partie facilement accessible du site Web, dont le titre pourrait être « Information sur les opérations et sur l'établissement du prix », et dans un format clair et compréhensible. Nous proposons, comme mesures clés, les primes et les escomptes quotidiens et passés par rapport à la valeur liquidative pour des périodes normalisées, et les écarts cotés médians au cours des 30 derniers jours.

Bon nombre de facteurs influent sur la prime et l'escompte. Le prix de certaines catégories de FNB peut afficher une prime ou un escompte plus important, comme celui des FNB qui détiennent des titres étrangers négociés sur des marchés étrangers qui sont fermés pendant le jour de bourse des titres du FNB. L'information sur la prime ou l'escompte peut aider les investisseurs à comprendre que la prime ou l'escompte sur le prix de certains types de FNB peut être relativement plus élevé, en plus de faciliter la comparaison des FNB au sein d'une catégorie et de fournir des renseignements utiles sur l'efficacité du mécanisme d'arbitrage. Pour mettre les investisseurs en contexte, les FNB peuvent également aborder les facteurs qui influent sur la prime ou l'escompte. La présentation des écarts cotés récemment enregistrés donnerait aux investisseurs de l'information à jour sur les coûts de liquidité qui sont associés à un placement dans un FNB.

Nous proposons que le FNB présente les mesures ci-après sur son site Web désigné pour chaque série (ou catégorie) de titres offerte³³ :

a) chacun des éléments suivants en date du jour ouvrable précédent : la valeur liquidative par titre, le cours de clôture et la prime ou l'escompte;

Nous proposons que l'expression « prime ou escompte » soit définie comme suit : l'écart (positif ou négatif) entre le « cours de clôture » du titre du FNB (selon la définition proposée ci-dessous) et la plus récente valeur liquidative par titre du FNB, exprimée en pourcentage de cette valeur.

Dans le but d'améliorer la compréhension qu'ont les investisseurs des écarts entre la valeur d'un titre du FNB sur le marché secondaire et la valeur liquidative, nous proposons que le « cours de clôture » corresponde au cours de clôture calculé qui a été publié par la bourse d'inscription du FNB³⁴. Les bourses d'inscription ont défini le cours de clôture dans leurs règles

³² L'aperçu du FNB doit toutefois être modifié s'il survient un changement important touchant l'information qui y est présentée.

³³ Les mesures et la présentation proposées sont semblables à celles imposées aux FNB américains par la Rule 6c-11 de la SEC en vertu de l'*Investment Company Act of 1940* des États-Unis, qui ont été présentées à titre d'exemples d'information à fournir concernant l'arbitrage et les opérations sur le marché secondaire dans le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB (p. 44).

³⁴ Voir les approbations accordées relativement aux règles et aux politiques des bourses concernant la diffusion des cours de clôture établis qui pourraient être fondés sur les écarts acheteurs-vendeurs à l'approche de la fin du jour de

respectives et ont publié leurs méthodes d'établissement du cours de clôture calculé pour les FNB, répondant ainsi à la question des derniers cours vendeurs périmés des FNB n'étant pas négociés fréquemment.

Comme certains FNB n'établissent pas leur valeur liquidative à 16 h, soit à la fin du jour de bourse, nous proposons qu'ils utilisent le cours médian entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur sur leur bourse d'inscription au moment où est établie la valeur liquidative si, à ce moment-là, il reflète mieux la valeur des titres du FNB sur le marché secondaire. Par conséquent, nous proposons que « cours de clôture » désigne *i)* le cours de clôture du titre d'un FNB qui est publié par la bourse à la cote de laquelle ses titres sont inscrits (la **bourse d'inscription**), ou *ii)* si le FNB ne détermine pas sa valeur liquidative à la fin de la séance de sa bourse d'inscription, le cours médian entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur sur cette bourse au moment où le FNB établit sa valeur liquidative.

L'information qui serait fournie quotidiennement selon la proposition exposée ci-dessus donnerait tous les jours un aperçu de l'écart entre la valeur liquidative et le cours de clôture. Bien que cet aperçu ne présente l'écart qu'à un moment précis et qu'il pourrait ne pas refléter les fluctuations intrajournalières, nous estimons qu'il représente un équilibre raisonnable, compte tenu des coûts et des défis pratiques que pose le calcul des écarts intrajournaliers.

b) un tableau montrant le pourcentage des jours de bourse au cours desquels les titres se sont négociés à prime ou à escompte pendant la dernière année civile et les trimestres civils terminés de l'année suivante (ou sur la durée de vie du FNB, si elle est plus courte);

Le tableau proposé présenterait un sommaire de la proportion des jours de bourse au cours desquels le cours de clôture des titres du FNB était négocié à prime, à escompte ou à la valeur liquidative pendant la dernière année et les trimestres subséquents, ce qui permettrait aux investisseurs de comprendre et d'assimiler plus facilement l'information antérieure.

c) un graphique linéaire illustrant les primes ou les escomptes pour la dernière année civile et les trimestres civils terminés depuis le début de l'année suivante (ou sur la durée de vie du FNB, si elle est plus courte);

Le graphique proposé illustrerait l'ampleur des primes ou des escomptes et mettrait en relief tout écart relativement important, ce qui aiderait les investisseurs à évaluer la stabilité de ces primes ou escomptes.

d) si la prime ou l'escompte de toute catégorie ou série de titres offerte est supérieur à 2 % pendant plus de sept jours ouvrables consécutifs, une déclaration à cet égard avant l'ouverture de la bourse d'inscription du FNB le jour ouvrable suivant cette période, ainsi qu'une analyse des facteurs dont on peut raisonnablement penser qu'ils ont contribué de façon importante à la prime ou à l'escompte; cette information doit figurer sur le site Web pendant au moins un an;

L'information proposée a pour but de sensibiliser davantage les investisseurs au sujet des FNB qui affichent un écart important et persistant par rapport à leur valeur liquidative, ce qui peut se

bourse afin de mieux refléter la valeur des FNB sur le marché secondaire, et particulièrement ceux qui ne sont pas négociés fréquemment :
<https://www.osc.ca/fr/industry/market-regulation/marketplaces/exchanges/recognized-exchanges/tmx-group-inc-and-tsx-inc-rule-review-notices/notice-approval-tsx-closing-price-tsx-last-ask-price-tsx-last-bid-price-tsx-inc> et
<https://www.osc.ca/fr/industry/market-regulation/marketplaces/exchanges/recognized-exchanges/neo-exchange-inc-rule-review-notices/notice-approval-amendments-trading-policies-definition-closing-price-aequitas-neo-exchange-inc>.

produire quand le mécanisme d'arbitrage est déficient. Nous proposons d'inclure une analyse des facteurs dont on peut raisonnablement penser qu'ils ont contribué aux écarts pour donner aux investisseurs de l'information sur l'efficacité passée du mécanisme d'arbitrage des FNB, et ce, pour aider les investisseurs à prendre des décisions éclairées, notamment lorsqu'ils comparent les FNB d'une catégorie donnée. En outre, le maintien de cette information sur le site Web pendant au moins un an permettra de repérer les FNB qui, par le passé, ont enregistré des écarts importants et persistants entre le cours de clôture et la valeur liquidative par titre.

L'étude de la CVMO sur les FNB a révélé que, pendant la période s'étirant de 2019 à 2023, l'écart moyen a été relativement mince entre le cours de clôture et la valeur liquidative des FNB qui avaient différents actifs sous-jacents et comportaient différentes stratégies. Nous avons cherché à établir un seuil qui ferait ressortir les écarts importants et persistants par rapport à la valeur liquidative, et avons examiné comme autre possibilité un seuil de deux écarts types ou plus au cours des 12 derniers mois consécutifs pour une période de plus de 7 jours ouvrables consécutifs. Nous avons constaté que, avec ce seuil, une proportion plus élevée de FNB aurait été tenus de fournir cette information chaque année entre 2020 et 2023³⁵. Bien que cet autre seuil représente les écarts propres à chaque FNB et reflète les plus récents comportements du marché, il pourrait être plus complexe à établir et à mettre en œuvre. Nous proposons un seuil de 2 % afin de simplifier la mise en œuvre et la présentation de l'information, et sollicitons des commentaires sur celui-ci.

e) l'écart acheteur-vendeur médian, exprimé en pourcentage arrondi au centième près, pendant les 30 derniers jours civils; cette mesure serait établie comme suit :

A) la détermination de « l'écart acheteur-vendeur de l'intervalle » de chaque « point d'intervalle » pour chacun des jours de bourse de la période de 30 jours civils précédente, selon la méthode prescrite à l'Annexe 41-101A4 pour l'établissement de cet écart dans le calcul de « l'écart acheteur-vendeur moyen³⁶ »;

B) calculer le point médian des écarts acheteurs-vendeurs de l'intervalle.

Si le FNB n'a aucun écart acheteur-vendeur de l'intervalle pour au moins 75 % des points d'intervalle dans les 30 derniers jours civils, nous proposons que la mention suivante soit indiquée : « Ce FNB n'a pas atteint la profondeur de marché suffisante (50 000 \$) pour calculer l'écart acheteur-vendeur médian pour les 30 derniers jours civils. ». Si le FNB n'a pas été négocié pendant plus de 30 jours civils, nous proposons la mention suivante : « Ce FNB n'a pas été négocié pendant plus de 30 jours civils. ».

L'écart acheteur-vendeur médian proposé fournirait aux investisseurs une information plus actualisée sur les coûts potentiels associés à un placement dans des FNB, améliorant ainsi la transparence des coûts et la comparabilité avec des FNB similaires. Nous proposons que cette mesure soit établie au moyen des mêmes éléments que ceux requis pour le calcul de l'écart acheteur-vendeur moyen historique figurant dans l'aperçu du FNB. Ce faisant, les FNB ne

³⁵ Selon l'analyse du personnel de la CVMO, un seuil de 2 % aurait rendu obligatoire la présentation de l'information pour 5,3 %, 0,7 %, 0,6 % et 1,1 % de l'échantillon total de FNB annuellement entre 2020 et 2023. En comparaison, avec un seuil de deux écarts types, la présentation de l'information aurait été requise pour 18,5 %, 3,0 %, 6,6 % et 5,2 % de l'échantillon total de FNB chaque année au cours de la même période. La majorité des FNB additionnels qui auraient présenté l'information conformément au seuil de deux écarts types sont des FNB à revenu fixe.

³⁶ Voir l'instruction 14 du paragraphe 3 de la rubrique 2 de la partie I de l'Annexe 41-101A4 en ce qui concerne le calcul de l'écart acheteur-vendeur moyen et de l'écart acheteur-vendeur de l'intervalle.

seraient pas tenus de recueillir et de calculer de nouvelles données pour obtenir une médiane sur une période continue.

L'étude de la CVMO sur les FNB a permis de constater que, d'ordinaire, les écarts cotés moyens sont minces³⁷. Cependant, les écarts pourraient se creuser en raison de divers facteurs, comme la volatilité qu'ont connue les marchés en mars et en avril 2020. L'information relative aux écarts acheteurs-vendeurs pour les 30 derniers jours civils permettrait aux investisseurs de comparer les coûts applicables un jour de bourse donnée en se reportant aux écarts moyens récents, ce qui les aiderait à prendre des décisions plus éclairées.

Il est possible que les gestionnaires de FNB suivent de près d'autres mesures à l'heure actuelle afin d'évaluer le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage et la liquidité de leurs FNB. En plus des mesures normalisées proposées, les FNB pourraient communiquer d'autres mesures sur leurs sites Web (accompagnées d'une explication quant à leur importance), pour autant qu'ils ne les mettent pas davantage en évidence que les mesures normalisées proposées. Les propositions relatives à l'information à fournir sur le site Web pourraient amener les gestionnaires de FNB à élaborer des mesures adaptées à différents types de FNB, et inciter les fournisseurs de services à concevoir des solutions commerciales facilitant la comparaison des mesures de l'activité de négociation pour divers FNB.

Modification de l'aperçu du FNB

Nous proposons de modifier l'aperçu du FNB pour y inclure un renvoi au site Web du FNB; les investisseurs auront ainsi accès aux mesures proposées ci-dessus. Nous sollicitons également des commentaires sur la question de présenter des renseignements relatifs à la prime ou à l'escompte dans ce document.

Questions en vue de la consultation :

3. Est-ce que le terme proposé « cours de clôture » et la définition proposée s'y rapportant reflètent adéquatement la valeur d'un titre d'un FNB sur le marché secondaire? Dans la négative, quelle définition remplirait mieux cet objectif (par exemple, une définition qui fait référence au meilleur cours acheteur et vendeur national plutôt qu'au meilleur cours acheteur et vendeur sur la bourse d'inscription), et quel terme conviendrait le mieux?
4. En ce qui concerne les FNB qui ne déterminent pas leur valeur liquidative à la fermeture de la bourse d'inscription, l'utilisation de la valeur médiane entre les meilleurs cours acheteur et vendeur à cette bourse au moment où est établie la valeur liquidative serait-elle un moyen de représenter adéquatement la valeur des titres de ces FNB sur le marché secondaire? Est-ce que le terme « cours de clôture » convient pour ces FNB? Dans la négative, quel terme serait plus approprié?
5. S'agissant de la prime et de l'escompte, est-ce qu'un seuil de 2 % convient pour repérer les FNB qui affichent d'importants écarts par rapport à la valeur liquidative pendant plus de sept jours ouvrables consécutifs?
6. Nous avons observé sur les sites Web des FNB que bon nombre d'entre eux permettent de télécharger la valeur liquidative par titre quotidienne ainsi que les données quotidiennes relatives aux cours de clôture pour certaines périodes (par exemple, depuis la création du FNB). En plus d'exiger que les primes et escomptes passés soient

³⁷ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 13).

présentés dans un graphique linéaire tel qu'il est proposé, serait-il utile d'obliger les FNB à permettre le téléchargement de la valeur liquidative par titre, du cours de clôture et des primes ou escomptes quotidiens pour les deux dernières années civiles?

7. Hormis ceux qui sont proposés, existe-t-il d'autres mesures ou modes de présentation des données qui aideraient les investisseurs à évaluer le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage des FNB et la liquidité des titres de FNB sur le marché secondaire? Est-ce que les écarts acheteurs-vendeurs moyens quotidiens pour les mêmes périodes que celles proposées pour les primes et les escomptes au sous-paragraphe c seraient utiles pour les investisseurs, en plus de l'écart acheteur-vendeur médian sur 30 jours proposé?
8. Dans quelle mesure les obligations proposées en matière d'information à fournir sur le site Web font-ils grimper les coûts pour les FNB, compte tenu de l'information sur l'établissement du prix qui est déjà exigée dans l'aperçu du FNB? Veuillez indiquer les coûts qui s'ajoutent à ceux associés aux exigences actuelles de présentation de l'information dans l'aperçu du FNB (par exemple, les coûts initiaux et les coûts des données récurrents).
9. L'aperçu du FNB devrait-il contenir des données sur les primes ou les escomptes dans le tableau présentant l'information sur l'établissement du prix, y compris la moyenne des primes ou des escomptes quotidiens pour la période de 12 mois prenant fin dans les 60 jours précédant la date de l'aperçu du FNB? Quelle autre mesure fournirait de l'information représentative sur les primes ou les escomptes passés?

2. Surveillance de l'arbitrage et de la fourniture de liquidité

L'attente selon laquelle le cours du marché d'un FNB concordera étroitement avec sa valeur sous-jacente se fonde sur l'idée que les PA et les autres fournisseurs de liquidité tirent parti des possibilités d'arbitrage pour corriger les écarts de prix. La bonne marche de ce mécanisme d'arbitrage est essentielle au bon fonctionnement des FNB. La bourse d'inscription surveille le teneur de marché officiel pour évaluer la qualité de la liquidité qu'il fournit et vérifier son respect des paramètres du programme de tenue de marché qui le rendent admissible à des avantages, comme des rabais. Outre cette surveillance par la bourse, nous dégageons les constats suivants :

- Les gestionnaires de FNB, pour répondre aux attentes des investisseurs et demeurer concurrentiels, cherchent à concevoir des produits et à mettre en place des ententes qui soutiennent un arbitrage efficace (notamment en constituant des contreparties qui comportent des composantes liquides), ce qui a pour effet de réduire la probabilité d'un écart important entre le cours du marché des parts des FNB et leur valeur sous-jacente.
- Pour réduire au minimum les écarts par rapport à la valeur sous-jacente de leurs parts, les FNB sont tributaires des arbitragistes, et à plus forte raison des PA, qui peuvent créer et racheter des parts de ces fonds. Les gestionnaires de FNB cherchent à s'adjoindre un groupe d'arbitragistes prêts à donner suite aux occasions d'arbitrage qui se présentent. Pour ce faire, ils choisissent habituellement un courtier désigné et des PA en fonction de leur capacité à tenir marché et procèdent à un contrôle diligent à cet égard. Il est généralement précisé dans l'entente de courtier désigné que l'une des responsabilités de ce dernier consiste à établir un marché liquide à double sens pour le FNB. De plus, bien que cela ne soit pas officialisé dans une entente écrite, en général, les gestionnaires de ces fonds passent des accords visant la fourniture de liquidité par des PA ou un sous-groupe de PA, ou ont des attentes à cet égard, étant donné qu'ils transmettent fréquemment de l'information sur la composition de leur portefeuille aux

PA dans le but de faciliter la fourniture de liquidité et l'arbitrage, comme il est expliqué à la sous-rubrique III.D.

- Les gestionnaires de FNB peuvent surveiller les cours de clôture pour évaluer leur concordance avec la valeur liquidative. Ils suivent également les mesures de la liquidité comme les écarts cotés et la profondeur du marché pour s'assurer que les écarts reflètent ceux des titres en portefeuille du FNB et qu'ils correspondent aux valeurs attendues.
- Lorsque les gestionnaires de FNB constatent un comportement de négociation sur le marché secondaire qui déroge à leurs attentes, comme un élargissement des écarts, ils abordent généralement la question avec le ou les PA concernés.

Conformément aux bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV, qui encouragent les gestionnaires de FNB à assurer une surveillance constante des PA et des teneurs de marché pour veiller à ce qu'ils contribuent au fonctionnement du mécanisme d'arbitrage et à la fourniture de liquidité³⁸, nous proposons que les gestionnaires de ces fonds soient dorénavant tenus de prendre les mesures qui suivent :

- i) surveiller le mécanisme d'arbitrage et la fourniture de liquidité sur le marché secondaire (y compris la participation du courtier désigné et du PA à ces égards);
- ii) établir, maintenir et suivre des politiques et des procédures destinées à cette surveillance afin de garantir une supervision constante du fonctionnement de l'arbitrage et de la liquidité.

Selon cette proposition, le gestionnaire d'un FNB surveillerait et évaluerait l'efficacité de l'arbitrage et la fourniture de liquidité pour son fonds. Cette supervision aiderait à vérifier que les accords qu'il a conclus en vue de faciliter l'arbitrage permettent de maintenir des cours sur le marché secondaire qui se rapprochent de la valeur sous-jacente du FNB. Nous envisageons également d'imposer aux gestionnaires de FNB qu'ils surveillent particulièrement l'arbitrage et la fourniture de liquidité par les PA et les courtiers avec lesquels ils ont conclu des accords, officiels ou non, relatifs à la fourniture de liquidité. Grâce à cette supervision, les gestionnaires de ces fonds pourront en outre prendre les mesures qui s'imposent si les cotations et la négociation ne répondent pas à leurs attentes compte tenu de la façon dont le FNB a été conçu, notamment en ce qui concerne les accords passés afin de faciliter l'arbitrage³⁹.

Nous proposons que ces politiques et procédures :

- i) présentent le processus du gestionnaire de FNB pour évaluer l'efficacité de l'arbitrage et la fourniture de liquidité sur le marché secondaire, y compris en ce qui concerne la surveillance de la participation du courtier désigné et des PA (et de tout autre courtier avec qui le gestionnaire a conclu des accords en vue de la fourniture de liquidité) et de la conformité de leurs activités aux accords visant la fourniture de liquidité et l'arbitrage conclus entre chaque courtier et le gestionnaire du FNB;
- ii) précisent les mesures surveillées par le gestionnaire de FNB pour évaluer l'efficacité de l'arbitrage et la liquidité, y compris les paramètres liés à ces mesures, lesquelles

³⁸ Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 31 et 32).

³⁹ Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 101).

comprendraient notamment la prime quotidienne ou l'escompte quotidien par rapport à la valeur liquidative et l'écart acheteur-vendeur quotidien.

Nous croyons que notre proposition offre aux gestionnaires de FNB la souplesse voulue pour employer diverses méthodes de surveillance. Par exemple, ils pourraient effectuer une surveillance fondée sur des données obtenues en temps réel ou des examens périodiques de l'activité sur le marché secondaire, et ce, à une fréquence suffisante pour constituer une supervision efficace. Ces gestionnaires pourraient utiliser différentes méthodes internes pour évaluer l'arbitrage et la liquidité et chercher à comprendre les processus de fourniture de liquidité du courtier désigné et des PA afin de garantir une surveillance efficace. Selon la proposition figurant au paragraphe ii) ci-dessus, les politiques et les procédures devraient préciser les points suivants :

- a) toute mesure dont le gestionnaire du FNB assure la surveillance en plus de la prime quotidienne ou de l'escompte quotidien par rapport à la valeur liquidative et des écarts acheteurs-vendeurs quotidiens, comme la profondeur du marché, la participation des PA à la négociation continue quotidienne ou toute comparaison intrajournalière entre le cours du marché et la valeur sous-jacente du FNB;
- b) les paramètres précis liés aux mesures, par exemple des mesures relatives fondées sur des comparaisons avec les FNB de la même catégorie ou les fourchettes de valeurs attendues, relativement aux accords conclus par le FNB avec les PA pour ce qui est d'effectuer un arbitrage et de fournir de la liquidité, à ses objectifs et stratégies d'investissement (compte tenu des fourchettes historiques pour les segments de marché dans lesquels il investit), aux politiques sur le calcul de la valeur liquidative et à d'autres facteurs pouvant influencer sur l'arbitrage.

Le gestionnaire de FNB qui constaterait une inadéquation répétée entre ses mesures et les paramètres établis devrait s'interroger sur l'opportunité d'apporter des ajustements à son fonds (par exemple, à ses accords avec les PA) afin d'assurer une concordance étroite entre le cours du marché et la valeur sous-jacente.

Questions en vue de la consultation

- 10. L'obligation proposée relative aux politiques et procédures offre-t-elle suffisamment de souplesse au gestionnaire de FNB en matière de surveillance?
- 11. Ces politiques et procédures devraient-elles comporter d'autres mesures particulières à surveiller? Outre les écarts acheteurs-vendeurs ainsi que les primes ou les escomptes par rapport à la valeur liquidative, quelles mesures devraient être visées par une obligation de surveillance?
- 12. Les gestionnaires de FNB concluent-ils des accords avec des courtiers qui ne sont pas des PA?
- 13. La communication, sur le site Web des FNB, des paramètres que suivent leur gestionnaire donnerait-elle du contexte aux investisseurs en plus de les aider à évaluer l'information sur la négociation qui serait communiquée sur le site Web de ces fonds, comme il est proposé au paragraphe III.B.1?

C. Accords avec les PA

Comme il est énoncé ci-dessus au paragraphe II.A.1, les PA jouent un rôle crucial dans le fonctionnement des FNB. En effet, ils sont les seuls participants au marché qui sont autorisés par le gestionnaire d'un FNB à créer et à racheter des parts d'un tel fonds, ce qui leur permet d'ajuster l'offre de parts du FNB à la demande du marché. Pour favoriser un arbitrage efficace, le marché primaire doit être solide et permettre la création et le rachat efficace de parts. En plus du rôle qu'ils remplissent sur le marché primaire, les PA sont aussi d'importants fournisseurs de liquidité pour les FNB du marché secondaire en général.

1. Communication de l'information sur les accords avec les PA

Si les PA sont importants pour le fonctionnement des FNB, peu d'information filtre sur les accords passés entre un tel fonds et ses PA à l'heure actuelle. Les prospectus de ces fonds prévoient généralement que seuls les courtiers autorisés qui ont conclu une entente avec le gestionnaire du FNB en vue de créer ou de racheter des parts peuvent le faire. Les FNB ne communiquent pas l'identité de leurs PA dans leurs prospectus. Comme il est expliqué au paragraphe II.A.1, les PA concluent habituellement une entente, appelée entente de courtage, avec le gestionnaire du FNB. Actuellement, ces fonds ne déposent pas ces ententes à titre de « contrats importants » (au sens de la Norme canadienne 41-101 sur les *obligations générales relatives au prospectus* (la **Norme canadienne 41-101**)) en vertu du paragraphe 1 de l'article 9.3 de la Norme canadienne 41-101, et les modalités de ces ententes ne sont pas non plus présentées dans le prospectus. Étant donné cette absence d'information, il se peut que les investisseurs ignorent les modalités des accords passés avec les PA et les risques qui y sont liés, par exemple le nombre de PA que compte un FNB et le profil du groupe des PA, à savoir s'il est diversifié et présente des coûts et des contraintes variés ou, à l'inverse, s'il est relativement homogène⁴⁰.

Compte tenu du rôle important que jouent les PA, nous proposons que les FNB fassent preuve de transparence à l'égard des accords qu'ils ont passés avec des courtiers agissant comme PA. Premièrement, nous proposons que les FNB soient tenus de conclure une entente écrite avec chaque courtier qu'ils autorisent à créer et à racheter des titres de leurs fonds. Nous envisageons également d'introduire la définition suivante de « participant autorisé » dans la Norme canadienne 81-102 : « "participant autorisé" : un courtier qui a conclu une entente écrite avec un FNB lui permettant d'acheter et de racheter un nombre de parts du FNB fixé par le gestionnaire ». Ces propositions visent à identifier les entités qui sont autorisées à effectuer des transactions directement avec le FNB sur le marché primaire et à préciser les entités visées par nos propositions concernant les accords d'un tel fonds avec ses PA⁴¹.

Deuxièmement, nous proposons que toute entente entre le PA et le FNB relativement à la création et au rachat de parts soit incluse dans la liste des documents devant être déposés avec le prospectus conformément au sous-alinéa *iv* de l'alinéa *a* du paragraphe 1 de l'article 9.1

⁴⁰ Voir le document intitulé *Two APs are Better Than One: ETF Mispricing and Primary Market Participation* de Evgenii Gorbatiokov et Taisiya Sikorskaya, publié en mai 2022, accessible au https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3923503, qui traite de la relation entre la fixation de cours erronés des FNB d'actions américaines et la diversité du réseau de PA des FNB.

⁴¹ Comme il est expliqué au paragraphe II.A.1, à l'heure actuelle, le courtier qui cherche à agir à titre de PA conclut habituellement une entente de courtage avec le FNB ou son gestionnaire. Nous ne prévoyons pas que la présente proposition entraînera des changements aux ententes de courtage existantes, puisque celles-ci constituent des ententes écrites permettant au courtier d'acheter et de racheter un nombre de parts du FNB fixé par le gestionnaire.

de la Norme canadienne 41-101. Une telle entente serait également répertoriée à la rubrique « Contrats importants » du prospectus du FNB, et le détail de celle-ci y serait présenté⁴². Il est entendu que le courtier désigné peut généralement acheter et racheter des parts du FNB pour répondre aux demandes périodiques de souscription au comptant du gestionnaire du fonds et pour appuyer ses activités de tenue de marché, ainsi que pour s'acquitter de sa responsabilité de tenir un marché liquide pour le FNB. Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le courtier désigné correspond également à la définition proposée de « participant autorisé ». Une entente entre le courtier désigné et le gestionnaire du FNB constituerait donc un « contrat important » selon ce qui est proposé. Ainsi, les modalités clés (y compris toute obligation au titre de la fourniture de liquidité) doivent être indiquées dans le détail de l'entente de courtier désigné qui est fourni.

Nous estimons que la transparence est importante pour ce qui touche les accords d'un FNB avec ses PA. Par exemple, le fait qu'un PA soit membre du même groupe que le gestionnaire d'un FNB pourrait influencer sur les attentes des investisseurs à l'égard du soutien de liquidité qu'apporterait le PA en question, même en l'absence d'obligation contractuelle. La communication des principales modalités des ententes conclues avec les PA aiderait les investisseurs à mieux saisir la teneur des accords qu'un FNB a passés avec ses PA.

Questions en vue de la consultation

14. L'information sur les accords qu'un FNB a passés avec ses PA est-elle importante pour l'évaluation du fonds par les investisseurs? Dans la négative, expliquez pourquoi.
15. La proposition visant à exiger le dépôt de chaque entente désignant une entité comme PA d'un FNB avec le prospectus ainsi que son inclusion dans la liste de la rubrique « Contrats importants » du prospectus se traduira-t-elle par la communication aux investisseurs d'information utile sur les accords d'un FNB avec ses PA ? Existe-t-il d'autres moyens de fournir une telle information?
16. Y a-t-il lieu d'exiger le dépôt de l'entente entre un FNB et son courtier désigné avec le prospectus du fonds conformément au sous-alinéa iv de l'alinéa a du paragraphe 1 de l'article 9.1 de la Norme canadienne 41-101 et son inclusion dans l'information à fournir en vertu de la rubrique 31, « Contrats importants », de l'Annexe 41-101A2, *Information à fournir dans le prospectus du fonds d'investissement*?

2. Accès égal à l'information pour les PA

À la lumière des avantages de la concurrence dont il a été question au paragraphe II.A.3, les ACVM ont étudié les façons de mettre en place des règles du jeu uniformes pour les PA quant aux accords passés avec des FNB, de manière à encourager leur participation active et à favoriser la concurrence entre eux. Pour faciliter l'apport de liquidité et l'arbitrage, nous proposons que les gestionnaires de FNB soient tenus de fournir simultanément la même information à tous les PA selon les mêmes conditions, y compris l'information nécessaire pour déterminer la valeur sous-jacente du FNB (comme l'information sur leurs titres en portefeuille) ainsi que celle relative à la création et au rachat de parts. Le gestionnaire de FNB qui imposerait des restrictions sur l'utilisation de cette information serait tenu de les appliquer uniformément à tous les PA.

⁴² Se reporter à la rubrique 31 de l'Annexe 41-101A2, *Information à fournir dans le prospectus du fonds d'investissement* (notamment aux instructions qui y figurent) et à l'article 9.3 de la Norme canadienne 41-101.

Question en vue de la consultation

17. Les gestionnaires de FNB fournissent-ils de l'information pour déterminer la valeur sous-jacente du FNB et de l'information sur la création et le rachat de parts à des participants au marché autres que des PA (c'est-à-dire à des participants qui n'ont pas conclu d'entente écrite les autorisant à créer et à racheter des parts) afin de favoriser une plus grande diversité du bassin d'arbitragistes potentiels? Si un FNB concluait des ententes ou passait des accords avec ces autres participants au marché, le gestionnaire du FNB devrait-il leur fournir la même information relative à l'arbitrage que celle fournie aux PA, même s'ils ne sont pas autorisés à créer ni à racheter des parts?

3. Nombre minimal de PA

Comme il est exposé au paragraphe II.A.3, le recours à de multiples PA favorise un mécanisme d'arbitrage efficace. Il pourrait en découler ce qui suit :

- *Réduction du risque de concentration* – Un mécanisme solide de création et de rachat est essentiel à l'arbitrage. Le fait d'avoir engagé plusieurs PA qui sont en mesure de négocier des parts du FNB réduit le risque qu'aucun PA ne puisse en créer ni en racheter. Lorsque le marché est volatil, le fait d'avoir engagé un groupe diversifié de PA ayant des appétences pour le risque et des contraintes différentes accroîtrait également la probabilité qu'au moins un PA maintienne l'arbitrage.
- *Augmentation du potentiel de concurrence* – Les dispositions prises pour que de multiples PA fournissent de la liquidité créent un environnement concurrentiel, ce qui contribue à rapprocher le cours des parts d'un FNB de leur valeur sous-jacente.

L'étude de la CVMO sur les FNB a montré que la plupart des FNB ont plusieurs PA. Les gestionnaires de FNB concluent généralement des ententes avec un même groupe de PA pour l'ensemble de leurs FNB, mais nous comprenons que ce ne sont pas tous les PA qui apportent régulièrement de la liquidité pour chaque FNB de la famille de fonds ou qui en créent ou en rachètent des parts⁴³. Bien que les PA ne soient pas tenus d'agir sur le marché primaire ou secondaire, la majorité des gestionnaires de FNB cherchent à s'adjoindre plusieurs PA. En date de décembre 2023, 71 FNB (gérés par 5 gestionnaires de FNB), soit 8 % du total de ces fonds, comptaient un seul PA⁴⁴.

Nous nous sommes demandé si les FNB devraient être obligés de recourir aux services d'un nombre minimal de PA et, dans l'affirmative, quel devrait être ce nombre. Parmi les principales considérations figuraient les suivantes :

- Les PA ne sont généralement pas tenus d'effectuer un arbitrage ou de fournir de la liquidité selon les paramètres définis. L'activité des PA est tributaire de la demande pour le FNB concerné, et l'ajout de PA n'aura pas nécessairement pour effet d'accroître proportionnellement les avantages susmentionnés.

⁴³ Par exemple, un PA pourrait décider de n'être actif qu'à l'égard de FNB qui investissent dans des marchés pour lesquels il possède une expertise particulière.

⁴⁴ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 8 et 9).

- Si l'étude de la CVMO sur les FNB n'a dégagé aucun lien entre le nombre de PA et les écarts acheteurs-vendeurs, elle a toutefois montré une corrélation entre le nombre plus élevé de PA et des écarts plus faibles par rapport à la valeur liquidative pour certaines des périodes étudiées⁴⁵.

Ainsi, il n'a pas été possible de déterminer avec certitude si un nombre minimal précis de PA permettrait de promouvoir l'efficacité de l'arbitrage. De même, un nombre déterminé de PA pourrait toujours poser des risques de concentration pour certains FNB si les PA n'étaient pas tenus d'effectuer de l'arbitrage dans toutes les conjonctures de marché, y compris en période de tensions. Par conséquent, nous avons ciblé les FNB qui n'ont qu'un PA, car ils pourraient soulever des préoccupations quant à la concentration du risque et à l'absence de concurrence pour ce qui touche l'arbitrage et la fourniture de liquidité.

Bien que l'activité du PA dépende de la demande à l'égard du FNB et qu'un second PA n'agisse pas toujours régulièrement, nous estimons qu'il pourrait être bénéfique pour les FNB d'éviter de conclure des accords avec un seul PA et de signer une entente avec au moins deux PA pour les raisons qui suivent :

- *Améliorer la résilience du marché primaire* – La dépendance à l'égard d'un seul PA pourrait entraîner un risque indu. En période de tensions sur les marchés, le PA qui subirait un choc inattendu pourrait se trouver dans l'incapacité de participer au marché primaire. L'engagement d'un second PA pourrait accroître la résilience du marché primaire, puisqu'il serait alors possible de recourir sans délai à cet autre PA si le premier n'était plus en mesure de créer ou de racheter des parts (c'est-à-dire que le FNB aurait effectué le contrôle diligent d'un second PA, lequel serait prêt à prendre le relais et à commencer à effectuer des transactions immédiatement).
- *Promouvoir les comportements concurrentiels* – Le fait que le gestionnaire du FNB ait déjà engagé un second PA capable de tenir le marché pour le FNB pourrait inciter le premier PA à maintenir des écarts acheteurs-vendeurs faibles et à suivre de près la valeur sous-jacente du FNB pour éviter de perdre des opérations. Il pourrait s'avérer particulièrement important de promouvoir un comportement concurrentiel dans le cas des FNB qui ne rendent pas publique l'information sur leur portefeuille aux fins d'arbitrage⁴⁶. Sans accès à cette information, les fournisseurs informels de liquidité (à savoir ceux qui n'ont pas d'entente avec le FNB) pourraient trouver plus ardu et être moins susceptibles de faire face à la concurrence des autres teneurs de marché, ce qui soulève des préoccupations quant au fait qu'un PA unique bénéficie d'un avantage au chapitre de l'information (voir l'analyse à la sous-rubrique III.D ci-dessous).
- *Éviter les accords d'exclusivité* – On ignore si les FNB qui ont un seul PA ont passé des accords d'exclusivité avec un courtier. Le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB préconise d'éviter les accords de ce type dans le cas où ils

⁴⁵ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 3 et 23).

⁴⁶ Des gestionnaires de FNB ont indiqué que la conclusion d'accords avec de multiples PA réduisait la possibilité que des PA bénéficient injustement de l'information sur la composition du portefeuille qui n'est divulguée qu'aux PA étant donné que la concurrence entre eux pour les opérations aurait pour effet de rétrécir l'écart coté des titres du FNB et de ramener leur cours plus près de leur valeur sous-jacente. Voir la publication intitulée *Portfolio Disclosure Practices of Exchange-Traded Funds* (décembre 2016) du Investment Funds Practitioner de la CVMO à l'adresse <https://www.osc.ca/en/industry/investment-funds-and-structured-products/ifsp-enews/portfolio-disclosure-practices-exchange-traded-funds> (Investment Fund Practitioner de la CVMO).

influeraient indûment sur l'efficacité du mécanisme d'arbitrage⁴⁷. La signature d'ententes avec au moins deux PA garantit qu'aucun accord d'exclusivité de fait n'est susceptible d'avoir une incidence sur l'efficacité de l'arbitrage.

Bien que la présence de deux PA puisse tout de même poser des risques de concentration, ce nombre minimal pourrait permettre d'atténuer les inquiétudes à l'égard des accords d'exclusivité. En revanche, les FNB nouvellement créés ayant des actifs moins conséquents ou ceux qui investissent dans des actifs se négociant sur des marchés spécialisés pourraient peiner à conclure une entente avec un deuxième PA, ce qui pourrait éventuellement nuire à la création de fonds novateurs. Nous sollicitons donc des commentaires pour mieux comprendre les avantages et les inconvénients liés au fait de retenir les services d'au moins deux PA.

Questions en vue de la consultation

18. Le fait que des FNB n'ont qu'un seul PA présente-t-il un risque indu pour le marché primaire? Y a-t-il des obstacles qui empêcheraient les FNB de signer une entente avec au moins deux PA?
19. L'existence d'un second PA (et, par conséquent, d'un potentiel de concurrence) contribuerait-elle à atténuer les préoccupations quant à l'éventuelle incapacité pour un seul PA de maintenir un arbitrage efficace permettant un alignement du cours du FNB sur sa valeur sous-jacente? Cette préoccupation est-elle plus importante pour les FNB qui ne rendent pas quotidiennement l'information sur leur portefeuille public, ce qui réduit la probabilité que des courtiers qui ne sont pas des PA leur fournissent de la liquidité? Y a-t-il d'autres façons pour le gestionnaire de FNB de faire en sorte qu'un PA unique maintienne un arbitrage efficace?
20. Si des difficultés particulières empêchent un FNB de conclure des ententes avec plus d'un PA, devrait-il lui être interdit de mettre en place un accord d'exclusivité avec le PA en question de sorte qu'il puisse traiter avec d'autres PA une fois les difficultés éliminées? Quels seraient les avantages, pour un FNB et ses investisseurs, d'un accord d'exclusivité (ou d'un accord de fait) qui surpasseraient les risques liés à la restriction de l'accès au marché primaire à un seul PA (et potentiellement de l'accès à la liquidité pour certains FNB)?
21. Le FNB qui n'a qu'un seul PA devrait-il mettre le nom de celui-ci en évidence dans son prospectus ou son aperçu du FNB, par exemple aux rubriques 14 (Souscription et achat de titres) et 15 (Rachat de titres) de l'Annexe 41-101A2 et à la rubrique 2 de la partie I de l'Annexe 41-101A4 (dans le tableau intitulé « Bref aperçu ») pour aviser les investisseurs qu'il ne traite qu'avec un seul PA?

D. Communication de l'information sur le portefeuille au public et aux fins d'arbitrage

Comme il est indiqué à la sous-rubrique II.C, les PA et les autres fournisseurs de liquidité ont recours à l'information sur le portefeuille d'un FNB pour en faire l'évaluation (**l'information sur l'évaluation**) dans le but de repérer les occasions d'arbitrage et de mettre en place des couvertures pour leurs positions sur le marché. S'ils ne disposent pas d'information suffisante sur le portefeuille d'un FNB pour leur permettre de quantifier les risques liés à leurs positions dans le fonds et les couvrir efficacement, les PA pourraient élargir les écarts acheteurs-

⁴⁷ Voir les bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 33).

vendeurs ou exiger une différence plus grande entre le cours des parts du FNB et leur valeur sous-jacente avant de s'engager dans des activités d'arbitrage.

Généralement, on associe la communication quotidienne au public de la composition intégrale du portefeuille à un arbitrage solide, car elle permet aux PA et aux autres fournisseurs de liquidité d'évaluer les titres du portefeuille du FNB de façon continue et donc de repérer les possibilités d'arbitrage ainsi que de mettre en place des couvertures efficaces⁴⁸. Par ailleurs, cette pratique fait que l'ensemble des investisseurs dans un FNB et des participants au marché obtiennent la même information. Toutefois, les gestionnaires de FNB actifs⁴⁹ peuvent s'inquiéter que la publication quotidienne de la composition de leur portefeuille permette à certaines personnes de saisir leurs stratégies de placement exclusives et de les reconstituer, tirant ainsi parti gratuitement de leurs recherches en investissement. De plus, certains gestionnaires de FNB (y compris des gestionnaires de FNB indiciels) s'inquiètent de ce que les autres participants au marché puissent voir chaque jour les achats et les ventes de leur fonds et ainsi prévoir et devancer leurs opérations (de façon semblable à l'exécution d'opérations en avance sur le marché)⁵⁰, ce qui réduit le rendement de leurs investissements.

Dans la présente sous-rubrique, nous nous penchons sur les points suivants : a) la question de savoir si l'on doit exiger des FNB qu'ils fournissent de l'information sur l'évaluation précise afin de faciliter l'arbitrage; b) la question de savoir si les FNB devraient être tenus de rendre l'information sur l'évaluation d'un jour de bourse donné disponible à l'ensemble des participants au marché en la publiant sur leur site Web. Nous abordons en outre notre proposition visant à clarifier l'information que doivent communiquer les FNB aux fins d'arbitrage, et celle qu'ils doivent afficher sur leur site Web à l'intention du public.

1. Type d'information sur l'évaluation

Bien qu'ils cherchent tous à faciliter l'arbitrage, les gestionnaires de FNB ne fournissent pas le même niveau d'information sur leurs portefeuilles. Certains communiquent quotidiennement l'intégralité des titres qui les composent, d'autres la composante titres qui constitue la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat⁵¹. Nous nous sommes demandé s'il était nécessaire de prescrire le type d'information sur l'évaluation afin de faciliter l'arbitrage et avons conclu que ce n'était pas le cas pour les raisons suivantes :

- Les gestionnaires de FNB ont fortement intérêt à fournir suffisamment d'information sur l'évaluation pour permettre un arbitrage efficace. S'ils ne le faisaient pas, les PA seraient moins enclins à participer activement à la tenue du marché puisqu'ils s'exposeraient à des incertitudes et à des risques importants. Cette situation entraînerait des écarts acheteurs-vendeurs plus marqués pour les FNB ou des écarts par rapport à leur valeur liquidative plus grands comparativement à ceux de leurs pairs,

⁴⁸ Voir les bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 23).

⁴⁹ Les FNB actifs ne cherchent pas à reproduire le rendement d'un indice ni à bâtir leur portefeuille selon des règles communiquées au public (p. ex., un portefeuille équilibré dont les titres sont choisis en fonction de règles précises).

⁵⁰ Ce type de négociation survenant préalablement aux opérations prévues étant similaire aux opérations en avance sur le marché (*front-running*), nous utilisons ce dernier terme dans les présentes.

⁵¹ Nous considérons que la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat constituent de l'information sur le portefeuille, car leurs composantes soit sont comprises dans le portefeuille du FNB, soit seront acceptées par celui-ci.

ce qui serait moins attrayant pour les investisseurs. L'étude de la CVMO sur les FNB, dans le cadre de laquelle les écarts cotés et les écarts entre le cours des FNB et leur valeur liquidative pour la période allant de 2020 à 2023 ont été analysés, a montré que ces valeurs avaient été faibles dans l'ensemble⁵², ce qui suggère que les gestionnaires de FNB ont déterminé, dans les faits, l'information qui est nécessaire pour favoriser l'efficacité de l'arbitrage même en l'absence d'obligation d'information à cet effet.

- En vertu de notre proposition au paragraphe III.B.1 visant la communication par les FNB de certaines mesures sur leur site Web, les investisseurs seront à même d'évaluer le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage et de le comparer d'un FNB à l'autre. De plus, comme nous le proposons au paragraphe III.B.2, les gestionnaires de FNB devront évaluer l'efficacité de l'arbitrage et la liquidité de leurs FNB, de sorte qu'ils puissent intervenir si les paramètres attendus ne sont pas respectés.

En fonction des stratégies d'investissement offertes et de la perception du risque que d'aucuns profitent gratuitement de l'information sur un fonds et l'utilisent pour reproduire la même stratégie, les gestionnaires de FNB pourraient à l'avenir décider de fournir d'autres données pour l'évaluation (par exemple, offrir divers niveaux de transparence pour le portefeuille d'un FNB)⁵³. Quel que soit le type d'information sur l'évaluation fournie aux fins d'arbitrage, nous sommes d'avis que le marché incite fortement les gestionnaires de FNB à fournir suffisamment d'information pour promouvoir une participation active des PA et soutenir un arbitrage efficace. Par ailleurs, notre proposition concernant la communication de mesures précises pour aider les investisseurs à évaluer l'efficacité de l'arbitrage encouragera encore davantage les gestionnaires de FNB à conclure des accords solides pour faciliter un tel arbitrage, notamment en offrant de l'information propre à permettre une évaluation exacte de leurs FNB.

2. Communication de l'information sur l'évaluation

Nous avons également examiné la question de savoir si les FNB devraient mettre à la disposition du public, sur leur site Web, l'information sur l'évaluation, ou avoir le choix de la fournir uniquement aux PA aux fins d'arbitrage⁵⁴. Voici nos conclusions :

- Il ne semble pas nécessaire d'exiger la communication publique de l'information sur l'évaluation. Un FNB peut décider de la fournir uniquement aux fins d'arbitrage ou de la rendre accessible au public sur son site Web.
- Un FNB devrait adopter des politiques et des procédures qui régissent la communication de l'information sur son portefeuille. Il devrait également indiquer ce qui est fourni aux fins d'arbitrage et ce qui l'est pour informer le public, et plus précisément s'il présente chaque jour la composition intégrale de son portefeuille sur son site Web.

⁵² Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 13 à 18).

⁵³ Par exemple, l'adoption de modèles d'information « semi-transparents » lancés aux États-Unis après l'obtention d'une dispense de l'autorité de réglementation américaine en 2019.

⁵⁴ Se reporter à la question 17, qui porte sur les autres accords avec des entités qui ne sont pas des PA pour ce qui touche les activités d'arbitrage et l'apport de liquidité.

À ses débuts, le secteur des FNB offrait des FNB indiciels passifs. Ceux-ci avaient pour but de reproduire le rendement de grands indices boursiers largement reconnus dont la composition est publique. Lorsqu'aucune stratégie exclusive n'entraînait en ligne de compte et que le taux de rotation des titres en portefeuille était peu élevé, il n'était pas rare qu'un fonds communique chaque jour la composition intégrale de son portefeuille. Grâce à cette transparence, les PA et les autres fournisseurs de liquidité pouvaient évaluer les FNB aux fins d'arbitrage, tandis que les investisseurs pouvaient prendre connaissance quotidiennement de l'exposition de leurs placements. Il est possible que la popularité des FNB passifs soit attribuable en partie à cette transparence, qui les distingue des OPC classiques.

Comme il en est question à la rubrique I, le marché canadien des FNB a considérablement évolué; divers nouveaux produits suivant des indices basés sur les caractéristiques fondamentales de sociétés ou des indices sur mesure y ont fait leur apparition et offrent une exposition à différentes catégories d'actifs. Les gestionnaires de fonds d'investissement recourent de plus en plus à la structure d'un FNB pour offrir des stratégies actives, cherchant à mettre à profit leurs recherches et analyses en investissement en choisissant des produits dont l'objectif de placement consiste à obtenir un meilleur rendement qu'un indice de référence ou un rendement absolu. Ces FNB sont assortis de services de gestion de portefeuille active et tirent parti des avantages liés à leur structure, comme les opérations intrajournalières, l'efficacité sur le plan des coûts et la capacité de transférer les coûts de transactions liés aux achats et aux ventes (à l'entrée dans le fonds et à la sortie de celui-ci) aux investisseurs qui y participent (plutôt que de voir le fonds les assumer). Le secteur continue d'innover, offrant aux investisseurs des FNB actifs qui présentent un éventail de stratégies et de possibilités plus vaste que celui des FNB indiciels.

Les gestionnaires de FNB ont diverses façons d'atténuer les risques de resquillage (*free-riding*) et d'opérations en avance sur le marché, contrebalançant les risques pour leurs fonds et pour eux-mêmes au moyen de facteurs de marché, comme les besoins des investisseurs et leurs préférences en matière d'information sur les portefeuilles. La plupart des FNB indiciels, qui sont moins préoccupés par le resquillage, communiquent la composition de leur portefeuille chaque jour en publiant la liste de tous leurs placements du moment sur leur site Web⁵⁵.

En revanche, les gestionnaires de FNB actifs pour qui le resquillage et les opérations en avance sur le marché constituent des préoccupations majeures ne divulguent pas publiquement la composition de leur portefeuille au quotidien. Généralement, ils communiquent la composition intégrale de leur portefeuille aux PA en vertu d'ententes de confidentialité et limitent l'utilisation de cette information à la tenue de marché. Certains gestionnaires de FNB actifs sont d'avis que les investisseurs ont des besoins et des compétences différentes des PA en ce qui concerne l'information. Ils estiment que leurs investisseurs s'intéressent davantage à l'identité du gestionnaire de portefeuille de même qu'aux objectifs, aux stratégies et au rendement du FNB qu'à la composition du portefeuille un jour donné⁵⁶.

D'autres gestionnaires de FNB, notamment ceux qui gèrent des FNB indiciels et actifs, présentent à leurs PA de l'information sur l'évaluation autre que la composition intégrale de leur portefeuille au quotidien (comme la contrepartie du bloc de parts et la contrepartie du rachat), et ne mettent pas cette information à la disposition du public le jour de bourse même, inquiets que la communication de leurs positions permette le resquillage ou les expose à des risques

⁵⁵ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 9 et 10).

⁵⁶ Voir la note de bas de page 46 du Investment Fund Practitioner de la CVMO.

d'opérations en avance sur le marché. Par ailleurs, ils pensent que l'information sur l'évaluation sert à l'arbitrage et non pas à leurs investisseurs cibles⁵⁷.

Notre examen d'un échantillon de sites Web de FNB a montré que ceux qui n'y dévoilent pas la composition intégrale de leur portefeuille chaque jour y fournissent habituellement d'autres renseignements le concernant, notamment :

- la composition intégrale ou partielle de leur portefeuille (par exemple, les 10 principaux placements), 30 ou 60 jours après le dernier jour d'un mois donné;
- ses principales caractéristiques, afin de fournir un instantané de l'exposition au marché qu'offre le FNB, à l'instar de l'information sur le portefeuille fournie de façon globale dans l'aperçu du portefeuille figurant dans le rapport de la direction sur le rendement du fonds (par exemple, la répartition géographique ou par secteur d'activité, le ratio cours/bénéfice global des titres en portefeuille ou, dans le cas des FNB à revenu fixe, la durée et la qualité du crédit, etc.). Cette information est généralement mise à jour périodiquement (tous les mois, par exemple).

Les pratiques de communication de l'information qui ne permettent pas l'accès aux mêmes données pour l'ensemble des participants au marché peuvent soulever des préoccupations quant à l'asymétrie de l'information, car les PA qui obtiennent l'information sur l'évaluation d'un FNB pourraient en tirer un avantage injuste. Les ACVM se sont demandé si les FNB devraient publier la composition de leurs portefeuilles ou d'autre information sur l'évaluation afin d'éliminer cette asymétrie. Elles ont conclu que la communication au public de cette information ne devrait pas être exigée après avoir soupesé les facteurs ci-dessous :

- *Utilisation de l'information sur l'évaluation par les investisseurs* – Bien que des FNB communiquent quotidiennement au public la composition de leurs portefeuilles et d'autre information sur l'évaluation, ce qui permet aux investisseurs d'évaluer l'exposition des placements du FNB, la plupart des investisseurs ne se servent pas de cette information au quotidien ni ne sont en mesure de l'utiliser comme les courtiers qui effectuent des activités d'arbitrage et fournissent de la liquidité. Par conséquent, la mise à disposition publique de l'information sur l'évaluation chaque jour de bourse ne permettrait pas nécessairement de dissiper efficacement les préoccupations à l'égard de l'asymétrie de l'information.
- *Efficience de l'arbitrage* – Dans ce contexte, le fait que les PA pourraient ne pas tenir marché de façon aussi efficiente pour les FNB que si l'information était publique constitue un risque important d'asymétrie de l'information. En effet, les PA pourraient avoir l'occasion d'élargir l'écart entre les cours cotés et la valeur sous-jacente d'un FNB et de creuser l'écart acheteur-vendeur, par exemple. Ce risque pourrait être plus élevé pour les FNB n'ayant qu'un seul PA, ce qui pourrait créer des distorsions dans l'établissement du prix des fonds et permettre aux PA de fixer des cours intrajournaliers qui ne seraient pas étroitement liés à leur valeur sous-jacente. Toutefois, la majorité des FNB ont recours aux services de plusieurs PA⁵⁸, et l'étude de la CVMQ sur les FNB a conclu qu'il n'y avait pas de corrélation entre, d'une part, la communication publique quotidienne de la composition intégrale du portefeuille et, d'autre part, les écarts cotés

⁵⁷ Voir la note de bas de page 46 du Investment Fund Practitioner de la CVMQ.

⁵⁸ Nous sollicitons également des commentaires sur l'obligation de disposer d'au moins deux PA au paragraphe III.C.3.

ou les écarts par rapport à la valeur liquidative⁵⁹, ce qui suggère que la publication de cette information n'a pas d'incidence sur la tenue de marché.

- *Attractivité de la fourniture de liquidité* – Les FNB qui ne rendent pas publique l'information sur l'évaluation, et particulièrement ceux qui ne cherchent pas à reproduire le rendement d'un indice largement reconnu, pourraient être moins susceptibles d'attirer d'autres courtiers (soit les courtiers qui n'ont pas accès à la même information que les PA) qui créeraient de la concurrence pour les activités d'arbitrage et la fourniture de liquidité. Cependant, la plupart des FNB semblent avoir conclu des ententes adéquates avec des courtiers afin d'appuyer l'arbitrage, comme l'indique l'étroitesse des écarts moyens entre le cours et la valeur liquidative et des écarts moyens entre les cours acheteur et vendeur sur le marché, même pour les FNB qui ne divulguent pas publiquement l'information sur l'évaluation⁶⁰.
- *Promotion d'une offre diversifiée de FNB* – Le fait de permettre aux gestionnaires de FNB de fournir l'information sur l'évaluation aux PA sans la rendre publique permet à ces gestionnaires de gérer les risques de resquillage et d'opérations en avance sur le marché, qui constituent une préoccupation importante pour les FNB actifs. Une obligation d'information publique visant à ce que l'ensemble des participants au marché (y compris les investisseurs qui ne prennent pas part aux activités d'arbitrage et n'utilisent pas l'information sur l'évaluation) disposent de la même information pourrait plomber l'offre de FNB actifs et ultimement réduire l'éventail de produits offerts aux investisseurs.
- *Gestion des risques d'asymétrie* – Nous sommes également d'avis que, collectivement, les propositions figurant aux présentes permettent de gérer les risques d'asymétrie de l'information, comme il est exposé au paragraphe III.D.5 ci-dessous.

À notre avis, tant que les risques d'asymétrie de l'information sont gérés et qu'un arbitrage efficace peut être maintenu de manière que les cours du marché demeurent proches de la valeur sous-jacente du FNB et que les écarts acheteurs-vendeurs restent faibles, les gestionnaires de FNB devraient être autorisés à conserver leurs pratiques actuelles de communication de l'information et à décider de la publication ou non de l'information sur l'évaluation. Cette approche appuyant l'offre de stratégies actives sur le marché des FNB élargit les choix de placements au bénéfice des investisseurs.

3. Politiques et procédures en matière d'information sur le portefeuille

Étant donné le passé et l'évolution du marché des FNB, nous croyons que les investisseurs accordent de l'importance à la disponibilité de l'information sur la composition du portefeuille d'un tel fonds. Par ailleurs, l'information sur l'évaluation qui est fournie aux fins d'arbitrage est essentielle aux activités d'un FNB. Les ACVM proposent que les FNB soient tenus de faire ce qui suit :

a) établir, maintenir et suivre des politiques et procédures écrites régissant la communication de l'information sur leur portefeuille dans les buts suivants :

- faciliter l'arbitrage;

⁵⁹ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 23, 29 et 30).

⁶⁰ Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (p. 32 et 33).

- informer le public;

b) présenter les éléments clés de ces politiques et procédures dans leur prospectus et leur site Web (comme il est expliqué plus en détail ci-dessous au paragraphe 4, « Communication des politiques et des procédures »).

Nous proposons que ces politiques et procédures précisent ce qui suit :

- *Information sur le portefeuille aux fins d'arbitrage* – L'information sur le portefeuille que le FNB fournit aux PA (et aux autres fournisseurs de liquidité, s'il y a lieu) pour évaluation en vue de faciliter l'arbitrage, notamment la fréquence à laquelle cette information est communiquée et ses destinataires.
- *Conditions et restrictions* – Toute condition ou restriction qui s'applique à l'utilisation de l'information sur l'évaluation, y compris toute exigence de confidentialité à l'égard de cette information ou toute restriction relative à la négociation à partir de cette information.
- *Information sur le portefeuille destinée au public* – L'information sur le portefeuille que le FNB fournit au public sur son site Web, notamment des précisions sur la fréquence à laquelle elle est présentée et le délai entre la date de l'information et celle à laquelle elle est communiquée.
- *Processus de communication de l'information* – La description du processus de communication de l'information aux PA et sur le site Web du FNB.
- *Égalité d'accès pour les PA* – La description des procédures mises en place afin que la même information soit fournie à tous les PA simultanément et dans les mêmes conditions (tel qu'il est proposé au paragraphe III.C.2).

Comme nous proposons d'accorder une certaine latitude aux FNB pour ce qui touche la communication d'information sur leur portefeuille, la mise en œuvre de procédures et de contrôles a pour but de garantir que l'information est fournie de façon uniforme conformément aux politiques du FNB. Les gestionnaires de FNB pourraient être confrontés à des conflits d'intérêts relatifs à la communication de l'information sur le portefeuille. Des politiques et des procédures rigoureuses visant à assurer la transparence de cette information et sa pertinence pour les investisseurs permettront à ces gestionnaires de mieux gérer ces éventuels conflits. En plus de faire preuve de transparence quant à leurs politiques (comme il est proposé ci-après), les gestionnaires de FNB devraient vérifier si leurs politiques de communication de l'information sur le portefeuille sont susceptibles de constituer une « question de conflit d'intérêts » (au sens de la Norme canadienne 81-107 sur le *comité d'examen indépendant*), ce qui nécessiterait un examen par le comité d'examen indépendant du FNB.

L'établissement de ces politiques et procédures améliorera également la conformité aux obligations proposées en matière d'information sur le portefeuille à fournir dans le prospectus et les sites Web de FNB, lesquelles sont présentées ci-après. À notre avis, la présentation de cette information permettrait de gérer les risques d'asymétrie qui se posent lorsque l'information sur le portefeuille n'est pas communiquée en même temps aux PA et aux investisseurs.

4. Communication des politiques et des procédures

Étant donné le large éventail de pratiques concernant la communication de l'information sur le portefeuille, les ACVM estiment que les investisseurs ne savent pas toujours a) si l'information quotidienne sur les titres en portefeuille est offerte au public et, lorsque ce n'est pas le cas, quelle information sur le portefeuille du FNB est disponible, et b) quel type d'information sur l'évaluation est fourni pour faciliter l'arbitrage, laquelle n'est pas nécessairement communiquée au public.

Pour remédier à ces lacunes, les ACVM proposent que le prospectus et le site Web des FNB a) indiquent clairement si le FNB offre au public de l'information quotidienne sur ses titres en portefeuille et b) dévoilent les éléments clés des politiques du fonds quant à la communication de l'information sur le portefeuille au public ainsi qu'aux fins d'arbitrage (la **politique relative à l'information sur le portefeuille**).

Tout d'abord, nous proposons que pour présenter au public toute information sur son portefeuille, le FNB l'affiche sur son site Web plutôt que de recourir à tout autre moyen ou de la fournir à l'avance à certains investisseurs (par exemple sur demande). De plus, nous suggérons que l'information suivante soit fournie à la rubrique « Politique relative à l'information sur le portefeuille » du site Web et du prospectus du FNB, comme suit :

- a) à la sous-rubrique « Information sur les titres en portefeuille accessible sur notre site Web » :
 - i) indiquer si le FNB est un « FNB offrant une transparence quotidienne » qui fournit chaque jour l'information sur ses titres en portefeuille sur son site Web désigné; nous proposons que cette expression s'entende d'un FNB qui : a) met à la disposition du public sur son « site Web désigné »⁶¹, avant les heures d'ouverture normales de la bourse d'inscription des titres du FNB un jour donné, l'information sur l'ensemble des titres en portefeuille qui servira au calcul de la valeur liquidative ce jour-là et b) ne fournit l'information visée au paragraphe a) à aucun participant au marché avant de l'afficher sur le site Web en question.
 - ii) si le FNB n'est pas un « FNB offrant une transparence quotidienne » :
 - 1) présenter l'information sur le portefeuille que le FNB met à la disposition du public sur son site Web désigné, notamment la fréquence à laquelle cette information est fournie et tout délai entre la date de l'information et celle à laquelle elle est communiquée⁶²;
 - 2) indiquer si le FNB fournit des données sur son portefeuille autres que l'information affichée chaque jour sur son site Web désigné en vue de

⁶¹ Voir la définition de « site Web désigné » dans la Norme canadienne 81-106.

⁶² Par exemple, l'information figurant sur le site Web du FNB pourrait consister en un sommaire de l'intégralité du portefeuille fondé sur diverses caractéristiques qui serait semblable à celui paraissant dans le rapport de la direction sur le rendement du fonds du FNB (exposition géographique ou sectorielle, capitalisation boursière, etc.) en date du dernier jour de chaque mois, actualisé 10 jours après le dernier jour du mois, la composition intégrale du portefeuille à la fin de chaque mois, actualisée 15 jours après le dernier jour du mois, les 10 principaux placements communiqués chaque jour, etc.

faciliter l'arbitrage, comme il est décrit à la sous-rubrique
« Information fournie aux fins de l'évaluation du FNB »;

b) à la sous-rubrique « Information fournie aux fins de l'évaluation du FNB » :

- i) si le FNB est un « FNB offrant une transparence quotidienne », mentionner que l'information complète sur les titres en portefeuille accessible sur le site Web désigné du FNB peut servir à l'évaluation du FNB en vue de faciliter l'arbitrage et la fourniture de liquidité⁶³;
- ii) si le FNB n'est pas un « FNB offrant une transparence quotidienne » :
 - 1) indiquer si l'ensemble des titres en portefeuille est communiqué quotidiennement à d'autres entités; si d'autres données sur le portefeuille sont fournies aux fins de l'évaluation du FNB en vue de faciliter l'arbitrage et la fourniture de liquidité, il convient de les décrire et de préciser notamment la fréquence à laquelle elles le sont;
 - 2) décrire le processus de communication de l'information sur l'évaluation du FNB;
 - 3) préciser si des conditions ou des restrictions s'appliquent à l'utilisation de l'information sur l'évaluation, y compris toute exigence de confidentialité à l'égard de cette information ou toute restriction relative à la négociation fondée sur celle-ci;
 - 4) indiquer les destinataires de cette information⁶⁴;
 - 5) expliquer la raison pour laquelle l'information visée au paragraphe 1) n'est pas affichée sur le site Web du FNB.

Nous proposons que l'information ci-dessus quant à la politique relative à l'information sur le portefeuille d'un FNB soit incluse dans le prospectus du FNB et sur son site Web, car nous sommes d'avis que les investisseurs consultent le site Web des FNB pour se renseigner à leur sujet.

5. Gestion des préoccupations à l'égard de l'asymétrie de l'information

Les ACVM croient que leurs propositions destinées à améliorer l'encadrement des FNB, prises dans leur ensemble, permettent également d'amoindrir les préoccupations quant à la

⁶³ La définition de « FNB offrant une transparence quotidienne » vise à décrire les FNB qui mettent quotidiennement à la disposition du public la composition intégrale de leur portefeuille sur leur site Web avant le début de chaque jour de bourse sans d'abord la communiquer à aucun autre participant au marché (y compris les PA). Nous sommes conscients que les gestionnaires de FNB pourraient fournir l'information sur la composition du portefeuille directement aux PA avant le début de chaque jour de bourse par d'autres moyens (par exemple par transfert de fichiers), mais nous ne jugeons pas cette pratique préoccupante. Par conséquent, nous ne proposons pas que le FNB soit tenu de communiquer les autres accords conclus à cet égard dans son prospectus ou sur son site Web pour satisfaire à la définition de « FNB offrant une transparence quotidienne ».

⁶⁴ Par exemple, l'information sur l'évaluation n'est fournie qu'aux PA.

communication de l'information sur le portefeuille par les gestionnaires de FNB uniquement aux PA aux fins d'arbitrage.

- *Communication de données relatives à la négociation sur le site Web du FNB (voir le paragraphe III.B.1)* – La communication sur le site Web d'un FNB des écarts acheteurs-vendeurs historiques et des écarts par rapport à la valeur liquidative permettra aux investisseurs d'évaluer dans quelle mesure les accords conclus par le gestionnaire de FNB facilitent l'arbitrage et aident à maintenir des écarts faibles. Selon nous, la présentation de cette information est cruciale, puisque les gestionnaires de FNB peuvent choisir la façon dont ils facilitent l'arbitrage, notamment en fournissant divers niveaux d'information sur l'évaluation, en ne communiquant l'information qu'aux PA et en signant des ententes avec un groupe diversifié de PA.
- *Surveillance de l'arbitrage par le gestionnaire du FNB (voir le paragraphe III.B.2)* – La surveillance, par le gestionnaire du FNB, du fonctionnement de son mécanisme d'arbitrage pour vérifier s'il correspond aux attentes permettra une meilleure supervision des accords conclus relativement à l'arbitrage et lui permettra i) d'analyser les raisons expliquant les écarts importants par rapport aux paramètres attendus (ce qui pourrait donner lieu à des ajustements pour réduire ces écarts) et ii) d'aborder ces écarts avec les PA.
- *Promotion de la concurrence en matière d'arbitrage et de fourniture de liquidité (voir les sous-rubriques III.A et III.C)* – La concurrence entre les PA (et les autres fournisseurs de liquidité) contribue à l'efficacité de l'arbitrage. Nous avons proposé des façons d'instaurer des conditions équitables pour les PA dans leurs interactions avec les FNB (notamment l'adoption de politiques et de procédures visant à promouvoir l'uniformité des processus sur le marché primaire et la communication de la même information sur l'évaluation à tous les PA) et sollicitons des commentaires quant à une obligation voulant que les FNB retiennent les services d'au moins deux PA afin d'éviter qu'un seul PA ait l'exclusivité de l'accès à l'information sur l'évaluation. En outre, nous avons suggéré que les accords avec les PA soient divulgués afin d'accroître la transparence et de permettre ainsi aux investisseurs de déterminer si le gestionnaire de FNB a conclu des accords qui favorisent la concurrence.
- *Transparence concernant la politique relative à l'information sur le portefeuille d'un FNB (voir le paragraphe III.D.4)* – La transparence à l'égard de l'information sur le portefeuille communiquée par le FNB aidera les investisseurs à déterminer si ce FNB convient à leurs besoins. En particulier, l'information proposée au paragraphe III.D.4 viendra clarifier la question de savoir si le FNB met l'intégralité de l'information quotidienne sur les titres en portefeuille à la disposition du public. Les investisseurs qui ont besoin d'un tel degré de transparence pour prendre des décisions de placement pourront choisir les FNB qui l'offrent. Quant aux investisseurs qui s'inquiètent du manque d'information publiée quotidiennement par un FNB sur la composition de son portefeuille ou du fait que de l'information supplémentaire sur le portefeuille est communiquée à des destinataires particuliers aux fins de tenue de marché, ils pourront décider de ne pas y investir.

i) Autres mesures envisagées

Les ACVM ont également envisagé d'autres mesures qui pourraient permettre de dissiper les préoccupations au sujet de l'asymétrie de l'information.

a) Publication de la valeur liquidative indicative (VLI)

Certains territoires exigent la publication de la VLI. Comme il est expliqué dans le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB, la VLI est une estimation en temps réel de la valeur liquidative intrajournalière d'un FNB fondée sur les valeurs de marché en temps réel de ses actifs sous-jacents, souvent calculée par un tiers fournisseur de services. Ces territoires exigent généralement que la VLI soit diffusée régulièrement (par exemple à des intervalles de 15 ou de 60 secondes) au cours d'un jour de bourse donné et qu'elle soit mise à la disposition de tous les participants au marché⁶⁵. La VLI pourrait constituer un autre type d'information concernant le portefeuille d'un FNB susceptible a) de faciliter la négociation sur le marché secondaire pour les investisseurs individuels en tant que point de référence pour la valeur courante du portefeuille, et b) de promouvoir un arbitrage efficace.

En revanche, le rapport susmentionné souligne également les éventuelles lacunes de la VLI, notamment en ce qui concerne l'exactitude et la fiabilité des VLI calculées à partir de cours périmés (particulièrement lorsque les titres sont moins liquides ou que les marchés sur lesquels sont négociés les titres du FNB sont situés dans différents fuseaux horaires). Nous sommes préoccupés par le fait que la VLI pourrait être considérée comme représentant la valeur actuelle d'un FNB même si les marchés sous-jacents ont fluctué, ce qui entraînerait de la confusion pour les investisseurs. Il semble par ailleurs que, par le passé, les PA ne se sont pas fiés à la VLI pour évaluer les FNB. Il est donc difficile de conclure que cette information pourrait permettre de lever les préoccupations en matière d'asymétrie. Bien que, dans certaines circonstances, la VLI puisse constituer une source d'information sur la valeur récente du portefeuille d'un FNB, les ACVM estiment que l'obligation, pour tous les FNB, de la publier ne contribuerait pas à réduire de façon uniforme les risques d'asymétrie.

b) Communication de la composition intégrale du portefeuille moins fréquente et/ou avec un décalage

Comme il est expliqué dans le rapport de l'OICV sur les bonnes pratiques relatives aux FNB, certains territoires permettent aux FNB de transmettre l'information sur le portefeuille aux PA sans la mettre simultanément à la disposition du public. Dans ces territoires, les FNB sont souvent tenus de communiquer la composition intégrale de leur portefeuille au public moins fréquemment et avec un décalage⁶⁶. Par exemple, on peut exiger d'eux qu'ils la rendent publique à la fin de chaque mois, dans un délai d'au plus 30 jours. Les ACVM n'ont pas proposé cette approche, parce qu'elles ne sont pas convaincues qu'elle permette de répondre aux préoccupations à l'égard de l'asymétrie de l'information.

Si bon nombre de FNB canadiens ont pour pratique de mettre chaque jour à la disposition du public la composition de leur portefeuille, certains ne le font pas. Les FNB cherchent à trouver l'équilibre entre, d'une part, le besoin de fournir une information suffisante aux fins d'évaluation et d'arbitrage et, d'autre part, les risques d'opérations à l'avance et de resquillage, tout en répondant aux attentes des investisseurs quant à la disponibilité d'information à jour sur le

⁶⁵ Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 65).

⁶⁶ Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 24).

portefeuille du FNB. Compte tenu des divers facteurs qui contribuent à l'efficacité de l'arbitrage et du fait que le secteur compte désormais une variété de FNB soutenus par un arbitrage efficace, il semble que la présentation quotidienne de la composition intégrale d'un portefeuille ne constitue peut-être pas une caractéristique fondamentale essentielle d'un FNB. Il s'agirait plutôt d'un facteur que les investisseurs prennent en compte lorsqu'ils choisissent un FNB, ce qui a pour effet d'inciter certains FNB à communiquer cette information au public pour des raisons de concurrence, en dépit des risques connexes.

Ainsi, nous n'avons pas proposé d'obligation de communication publique de certains renseignements précis sur le portefeuille des FNB, comme la publication de la composition du portefeuille à une fréquence moindre ou avec un décalage. Nous suggérons plutôt que les gestionnaires de FNB conservent leur approche actuelle, à savoir tenir compte des besoins d'information et des attentes de leurs investisseurs cibles et leur fournir de l'information en conséquence. Selon notre proposition au paragraphe III.D.4, la politique relative à l'information sur le portefeuille d'un FNB figurerait sur le site Web de ce dernier et dans son prospectus. Le FNB pourrait adopter des politiques qui prévoient la communication de la composition intégrale de son portefeuille sur son site Web avec un décalage pour aider les investisseurs à comprendre l'exposition des placements du fonds à une date antérieure ou à repérer les titres qui ont contribué à son rendement.

Questions en vue de la consultation

22. Les FNB devraient-ils pouvoir continuer à déterminer le type d'information sur l'évaluation qu'ils fournissent pour faciliter le mécanisme d'arbitrage? Dans la négative, quels sont les paramètres applicables à l'information sur le portefeuille qui pourraient garantir que l'information sur l'évaluation fournie facilite un arbitrage efficace favorisant la proximité entre le cours du marché et la valeur sous-jacente d'un FNB? Par exemple, le FNB devrait-il être tenu de présenter les titres en portefeuille qui représentent un pourcentage minimal de la valeur son portefeuille?
23. Nos propositions, telles qu'elles figurent au paragraphe III.D.5, suffisent-elles du point de vue de la gestion des risques d'asymétrie de l'information? D'autres mesures pourraient-elles permettre d'atténuer davantage ces risques?
24. Convenez-vous que le fait de permettre aux FNB de communiquer la composition intégrale de leur portefeuille (ou une autre information sur l'évaluation) chaque jour uniquement aux PA aux fins de tenue de marché établit un juste équilibre entre l'offre d'un plus vaste éventail de produits aux investisseurs et les éventuels risques d'asymétrie de l'information?
25. Les politiques et procédures proposées à l'égard de la communication par un FNB de la composition de son portefeuille aux fins d'évaluation et d'information du public énoncées au paragraphe III.D.3 englobent-elles les éléments clés d'une telle communication?
26. Les obligations proposées en ce qui a trait à l'information à fournir dans le prospectus et sur le site Web d'un FNB à l'égard de la politique relative à l'information sur le portefeuille traitent-elles suffisamment de l'accès du public à l'information sur les titres en portefeuille et aux données sur le portefeuille qu'il fournit pour faciliter l'arbitrage? Y a-t-il d'autres renseignements utiles qu'un FNB pourrait fournir à propos de sa politique relative à l'information sur le portefeuille? L'information en question devrait-elle être présentée à la fois dans son prospectus et sur son site Web?

27. L'expression « FNB offrant une transparence quotidienne » proposée transmet-elle efficacement aux investisseurs l'idée que le FNB met chaque jour à la disposition du public la composition intégrale de son portefeuille?
28. Les FNB devraient-ils être tenus de publier des VLi? Pourquoi? Dans l'affirmative, veuillez fournir des estimations des coûts liés à la publication de la VLi à une fréquence donnée (p. ex., toutes les 15 secondes).
29. Les FNB devraient-ils être tenus de mettre à la disposition du public la composition intégrale de leur portefeuille de façon moins fréquente et/ou avec un décalage, par exemple à la fin de chaque mois, dans un délai maximal de 30 jours? Veuillez préciser les avantages et les coûts liés à toute proposition de communication publique de la composition intégrale du portefeuille à une fréquence moindre (par ex., hebdomadairement, mensuellement, etc.) et/ou avec un décalage, y compris des précisions sur la fréquence et le décalage proposés.

E. Placement d'une série négociée en bourse avec une série non cotée

Les ACVM ont constaté une croissance du nombre de fonds qui offrent à la fois des séries négociées en bourse et des séries non cotées. Celles qui sont négociées en bourse, souvent appelées « séries FNB », peuvent être rattachées au même portefeuille d'actifs que les parts d'organismes de placement collectif (**OPC**) classiques qui ne sont pas cotés en bourse, ce qui attire un plus vaste éventail d'investisseurs. Les ACVM ont prévu une dispense pour faciliter le placement de séries négociées en bourse qui permet de les traiter de la même façon que s'il s'agissait de fonds distincts des actifs attribuables aux séries non cotées.

Il peut s'avérer avantageux d'ajouter une série négociée en bourse à un OPC qui place des séries non cotées. Dans le cas d'un OPC existant doté d'actifs substantiels, les frais fixes d'une telle série (par exemple au titre du marketing, de l'audit, du comité d'examen indépendant, etc.) peuvent s'en trouver réduits, et il peut donc s'agir d'un moyen efficace pour les gestionnaires de fonds d'investissement de lancer un « FNB ». Le rendement passé d'une série non cotée pourrait aussi contribuer à attirer des actifs vers une nouvelle série négociée en bourse. Le fait d'offrir ces deux séries pourrait multiplier les occasions de placement et attirer une plus grande quantité d'actifs, ce qui permettrait au fonds de réaliser des économies d'échelle.

Les ACVM se sont penchées sur les différences entre un investissement dans une série négociée en bourse et dans un FNB qui n'offre pas de parts non cotées (un **FNB distinct**) et sur la question de savoir si des conflits d'intérêts pourraient survenir entre les deux. Les différences susceptibles d'être observées lorsque les deux types de séries sont offertes comprennent notamment ce qui suit :

- *Coûts de transactions de portefeuille liés aux entrées ou aux sorties des investisseurs* – Les séries non cotées se négocient au comptant, et les achats de titres d'une telle série par des investisseurs, ainsi que les rachats qu'ils demandent, peuvent entraîner des coûts de transactions de portefeuille. On s'attendrait cependant à ce que les coûts de transactions de portefeuille des séries négociées en bourse, pour lesquelles les opérations sont effectuées en nature avec des PA, soient moins élevés, ces coûts étant pris en charge par les PA et refacturés aux investisseurs concernés⁶⁷. Nous avons constaté que, généralement, le ratio des frais de transactions de la série négociée en bourse et celui de la série non cotée présentés dans les documents d'information des

⁶⁷ Voir la note 15.

fonds existants sont identiques, ce qui indique que le niveau de coûts affecté proportionnellement aux deux types de séries est identique, même si les coûts de transactions de portefeuille peuvent être plus bas pour la série négociée en bourse. Ceux qui investissent dans un FNB distinct auraient l'avantage de ne pas être touchés par les coûts de transactions de portefeuille découlant des entrées ou des sorties des investisseurs.

- *Réserve liquide* – Un fonds qui offre les deux types de séries pourrait devoir conserver davantage de liquidités pour satisfaire aux demandes de rachat des porteurs des séries non cotées, contrairement à un FNB distinct qui effectue les opérations en nature, contre des titres.
- *Coûts de rééquilibrage de portefeuilles* – Un fonds qui offre les deux types de séries pourrait ne pas être en mesure d'effectuer des transactions en nature dans la même mesure qu'un FNB distinct pour rééquilibrer ses portefeuilles, ce qui pourrait entraîner une hausse des coûts de transactions de portefeuille qui sont affectés aux deux séries.

Nous sollicitons des commentaires quant aux différences entre un investissement dans une série négociée en bourse et un FNB distinct, et à la question de savoir si de l'information supplémentaire est nécessaire pour clarifier ces différences, notamment en ce qui a trait aux coûts, aux risques (y compris les conflits d'intérêts) et aux avantages éventuels. Nous souhaitons également savoir si les coûts de transactions de portefeuille liés aux entrées de capital et aux demandes de rachat touchant les séries non cotées dont il est question ci-dessus pourraient n'être affectés qu'à celles-ci, comme s'il s'agissait de fonds distincts⁶⁸. Une structure de fonds de fonds au moyen de laquelle un OPC investit la totalité de son actif dans des parts d'un FNB sous-jacent, et achète et vend des parts de ce dernier en fonction des entrées et des sorties des investisseurs produirait un résultat similaire, mais elle pourrait s'accompagner de coûts plus élevés attribuables à l'exploitation de deux fonds séparés.

Nous avons observé qu'il existe diverses pratiques parmi les gestionnaires de fonds d'investissement en ce qui concerne le passage de parts d'une série négociée en bourse à des parts d'une série non cotée. La plupart d'entre eux interdisent un tel changement, mais certains le permettent. Nous sommes d'avis que l'interdiction de passer de parts de séries négociées en bourse à des parts non cotées, ou inversement, concorde avec les préférences en matière de liquidité de chaque groupe d'investisseurs. De plus, en période de volatilité des marchés, si les parts de séries négociées en bourse devaient se négocier considérablement en deçà de la valeur liquidative, les participants au marché n'auraient pas la possibilité d'en acheter, de les changer pour des parts de séries non cotées, puis d'en demander le rachat à la valeur liquidative. Nous souhaitons donc savoir s'il devrait être interdit aux fonds qui offrent les deux types de séries de permettre les changements entre celles-ci.

Questions en vue de la consultation

30. Y a-t-il d'autres différences que celles susmentionnées entre un investissement dans une série négociée en bourse et dans un FNB distinct? Veuillez préciser tout avantage, coût ou risque qui pourrait découler d'un investissement dans une série négociée en bourse par opposition à un FNB distinct. Est-il possible qu'une question de conflit d'intérêts survienne dans la gestion, au sein d'un même fonds, d'une série négociée en bourse et

⁶⁸ Par exemple, lorsqu'un fonds offre des parts de séries couvertes et non couvertes, les gestionnaires de fonds d'investissement assurent généralement un suivi des instruments de couverture utilisés pour la série à couverture de change et affectent les coûts liés à cette couverture aux parts de la série couverte uniquement.

d'une série non cotée, dans le sens où le gestionnaire du fonds pourrait agir d'une manière qui fasse passer les intérêts d'une série avant ceux de l'autre?

31. Y a-t-il des coûts attribuables uniquement aux séries non cotées (comme ceux relatifs aux achats ou aux rachats de titres d'une telle série, comme il en est question ci-dessus) qui sont partagés avec la série négociée en bourse? Ces coûts pourraient-ils n'être affectés qu'à la série non cotée pour éviter qu'ils aient une incidence sur la série négociée en bourse, de sorte que celle-ci aurait un fonctionnement s'apparentant davantage à celui d'un FNB distinct?
32. De l'information supplémentaire est-elle nécessaire pour renseigner les investisseurs sur les différences entre un investissement dans une série négociée en bourse et un FNB distinct? Cette information devrait-elle être intégrée à l'aperçu du FNB ou figurer seulement dans le prospectus?
33. Les passages à des titres d'une série négociée en bourse, ou de titres d'une telle série à d'autres titres, devraient-ils faire l'objet d'une restriction? Dans l'affirmative, celle-ci devrait-elle s'appliquer uniquement lorsque des titres d'une série négociée en bourse sont changés pour des titres d'une série non cotée?

F. Disponibilité de FNB étrangers

Comme il est mentionné au paragraphe II.A.2, les investisseurs peuvent avoir accès à des FNB inscrits à la cote d'une bourse aux États-Unis par l'intermédiaire de comptes de courtage détenus auprès de courtiers en placement canadiens, dont des courtiers de plein exercice et des courtiers à escompte, même si ces fonds ne sont pas commercialisés directement au Canada. Cet accès met un vaste éventail de produits à la portée des investisseurs, y compris des FNB inscrits à la cote de bourses américaines pouvant avoir recours à des stratégies qui ne sont pas autorisées en vertu de la Norme canadienne 81-102. Les investisseurs peuvent également acheter des FNB inscrits à la cote d'une bourse aux États-Unis qui offrent la même exposition que les FNB canadiens concurrents, comme une exposition passive aux indices de marchés américains et internationaux. Une proportion importante des actifs détenus dans des FNB par des investisseurs canadiens le sont dans des FNB inscrits à la cote d'une bourse américaine⁶⁹.

Par ailleurs, les investisseurs pourraient être exposés à des FNB étrangers par le truchement de participations dans des fonds d'investissement. Puisque la Norme canadienne 81-102 interdit aux fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne d'investir dans des fonds sous-jacents qui ne respectent pas la réglementation des ACVM applicable, le placement indirect de titres de fonds d'investissement étrangers non conformes n'est pas possible au

⁶⁹ Au 31 décembre 2024, les FNB inscrits à la cote d'une bourse américaine représentaient environ 108 G\$, ou 25 %, du total des actifs des FNB (cotés au Canada ou aux États-Unis) détenus par des investisseurs individuels canadiens. Les données proviennent du rapport intitulé *ETF and Index Funds Report (2024)* produit par ISS Market Intelligence et publié par Investor Economics.

Canada⁷⁰. Toutefois, la Norme canadienne 81-102 prévoit des dispenses dans le cas des « parts indicielles »⁷¹. Au sens de la Norme canadienne 81-102, une part indicielle est un titre d'un FNB indiciel qui suit le rendement d'un indice boursier donné largement diffusé et qui est inscrit à la cote d'une bourse canadienne ou américaine. Au moment de la mise en œuvre de cette règle, les FNB étaient des véhicules d'investissement relativement nouveaux principalement inscrits à la cote de telles bourses.

La dispense visant les parts indicielles, à l'instar de celle relative à la restriction en matière de concentration prévue à l'alinéa *d* du paragraphe 2 de l'article 2.1 de la Norme canadienne 81-102, permet aux FNB d'investir la totalité de leur actif dans des FNB indiciels inscrits à la cote d'une bourse américaine, lesquels sont souvent gérés par un gestionnaire membre du même groupe. Grâce à cette structure, les FNB canadiens peuvent « nourrir » leur actif de titres de FNB inscrits à la cote d'une bourse des États-Unis de plus grande taille, ce qui leur permet de dégager des efficiences opérationnelles. Au fil de la croissance des actifs, les gestionnaires peuvent éliminer cette structure « nourricière » et investir directement dans les titres sous-jacents de l'indice de référence, et ce, en s'appuyant sur des facteurs comme les considérations fiscales applicables de même que les coûts d'exploitation et les frais d'opérations.

Comme les FNB représentent un moyen efficient et rentable d'obtenir une exposition à une grande variété de marchés et de catégories d'actif, les gestionnaires de fonds d'investissement ont cherché à obtenir une dispense leur permettant d'investir dans des FNB étrangers autres que ceux inscrits à la cote d'une bourse américaine offrant des parts indicielles, notamment ceux gérés par des gestionnaires de fonds qui ne sont pas membres du même groupe. Au départ, la dispense permettait aux fonds d'investissement d'investir jusqu'à 100 % de leur actif net dans des FNB indiciels étrangers inscrits à la cote d'une bourse située hors des États-Unis, comme à Hong Kong et au Royaume-Uni⁷², puisqu'on considérait que leurs titres seraient admissibles en qualité de parts indicielles si ces FNB étaient inscrits à la cote d'une bourse canadienne ou américaine et compte tenu du fait qu'ils sont assujettis à un régime de réglementation comparable à celui du Canada.

Au fil du temps, la dispense a été élargie pour englober les investissements dans des FNB américains a) dont les titres ne sont pas des parts indicielles, puisque l'indice de référence suivi par ces fonds pourrait ne pas être considéré comme un indice boursier largement reconnu, ou b) qui sont gérés activement⁷³. À la base, cette dispense était limitée à 10 % de l'actif net d'un FNB, mais récemment, les FNB se sont vu accorder une dispense leur permettant d'investir jusqu'à 100 % de leur actif net dans des FNB américains actifs sous-jacents apparentés⁷⁴.

⁷⁰ Voir les alinéas a et c du paragraphe 2 de l'article 2.5 de la Norme canadienne 81-102.

⁷¹ Voir le paragraphe 3 de l'article 2.5 de la Norme canadienne 81-102.

⁷² Voir, par exemple, la décision intitulée *In the Matter of Horizons ETFs Management (Canada) Inc.* datée du 24 juillet 2015, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/horizons-etfs-management-canada-inc-2>, la décision intitulée *In the Matter of BMO Investments Inc.* datée du 18 septembre 2015, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/bmo-investments-inc-8> et la décision intitulée *In the Matter of CI Investments Inc.* datée du 28 février 2020, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/ci-investments-inc-4>.

⁷³ Voir, par exemple, la décision intitulée *In the Matter of AGF Investments Inc.* datée du 2 novembre 2016, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/agf-investments-inc-4>, et la décision intitulée *In the Matter of TD Asset Management Inc.* datée du 27 mai 2016, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/td-asset-management-inc-5>.

De façon générale, la dispense n'a pas été octroyée pour permettre aux fonds d'investissement d'obtenir une exposition aux FNB étrangers utilisant des stratégies qui ne sont pas autorisées en vertu de la Norme canadienne 81-102. En revanche, les investisseurs peuvent, par l'entremise de leurs comptes de courtage, acheter directement des titres de FNB inscrits à la cote d'une bourse américaine qui pourraient avoir recours à des stratégies non conformes à la Norme canadienne 81-102.

Les ACVM souhaitent connaître le point de vue des intéressés quant à l'accès du public aux titres de FNB étrangers, tant directement au moyen de comptes de courtage qu'indirectement par l'intermédiaire de fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne.

Questions en vue de la consultation

34. Veuillez exposer votre avis à l'égard de l'accès des investisseurs aux titres de FNB étrangers par l'entremise de comptes de courtage et de participations dans des fonds d'investissement assujettis à la Norme canadienne 81-102.
35. Existe-t-il d'autres mesures qui seraient utiles aux investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans des FNB étrangers plutôt que dans des FNB canadiens?

G. Modifications réglementaires en vue de la mise en œuvre des propositions

Après avoir reçu les commentaires relatifs à leurs propositions, les ACVM, si elles le jugent nécessaire, publieront pour consultation des projets de règle ou de modifications réglementaires suivant le processus habituel. Elles s'attendent à ce que toute nouvelle obligation soit introduite au moyen de la modification de règles existants sur les fonds d'investissement, comme la Norme canadienne 81-102 et la Norme canadienne 81-106. Par exemple, l'obligation relative aux politiques et procédures en matière de création et de rachat de parts serait ajoutée à la Norme canadienne 81-102 et celle concernant la présentation sur le site Web des mesures clés serait ajoutée à la Norme canadienne 81-106, si elles devaient être mises en œuvre.

Commentaires et mémoires

Nous invitons les participants à nous faire part de leurs commentaires sur les enjeux abordés dans le présent document de consultation. Nous les prions de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le **17 octobre 2025**.

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.ca) et sur celui de l'Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Nous invitons donc les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

⁷⁴ Voir la décision intitulée *In the Matter of FT Portfolios Canada Co.* datée du 11 septembre 2024, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/ft-portfolios-canada-co-4>, et la décision intitulée *In the Matter of JP Morgan Asset Management (Canada) Inc.* datée du 11 septembre 2024, à l'adresse <https://www.osc.ca/fr/droit-valeurs-mobilieres/ordonnances-decisions/jp-morgan-asset-management-canada-inc>.

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **17 octobre 2025**.

Veuillez les adresser aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Superintendent of Securities, Service NL, Terre-Neuve-et-Labrador
Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
Bureau des valeurs mobilières du Nunavut

Veuillez **n'**envoyer vos commentaires **qu'**aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités membres des ACVM.

Me Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : 514 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Questions

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

Autorité des marchés financiers

Philippe Lessard
Analyste en fonds d'investissement
Direction de l'encadrement des produits
d'investissement
Autorité des marchés financiers
Tél. : 514 395-0337, poste 4364
Courriel : philippe.lessard@lautorite.qc.ca

Laurence Brien-Roch
Analyste expert en fonds d'investissement
Direction de l'encadrement des produits
d'investissement
Autorité des marchés financiers
Tél. : 514 395-0337, poste 4483
Courriel : laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

James Leong
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
Tél. : 604 899-6681
Courriel : jleong@bcsc.bc.ca

Michael Wong
Senior Securities Analyst, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Tél. : 604 899-6852
Courriel : mpwong@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Melissa Yeh
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Tél. : 403 355-4181
Courriel : melissa.yeh@asc.ca

Chad Conrad
Senior Legal Counsel,
Investment Funds
Alberta Securities Commission
Tél. : 403 297-4295
Courriel : chad.conrad@asc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Heather Kuchuran
Director, Corporate Finance
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
Tél. : 306 787-1009
Courriel : heather.kuchuran@gov.sk.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Patrick Weeks
Directeur adjoint – Financement des
entreprises
Commission des valeurs mobilières du
Manitoba
Tél. : 204 945-3326
Courriel : patrick.weeks@gov.mb.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Stephen Paglia
Vice President, Investment Management
Division
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
Tél. : 416 593-2393
Courriel : spaglia@osc.gov.on.ca

Pei-Ching Huang
Senior Legal Counsel, Investment
Management Division
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
Tél. : 416 593-8264
Courriel : phuang@osc.gov.on.ca

*Commission des services financiers et des services aux consommateurs du
Nouveau-Brunswick*

Ray Burke
Responsable, Financement des sociétés
Commission des services financiers et des
services aux consommateurs
Tél. : 506 643-7435
Courriel : ray.burke@fcnb.ca

Nova Scotia Securities Commission

Jack Jiang
Securities Analyst
Nova Scotia Securities Commission
Tél. : 902 424-7059
Courriel : jack.jiang@novascotia.ca

Peter Lamey
Legal Analyst
Nova Scotia Securities Commission
Tél. : 902 424-7630
Courriel : peter.lamey@novascotia.ca