

# 6.2

## Réglementation et instructions générales

---

---

## 6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

### 6.2.1 Consultation

#### **Document de consultation 81-409 des ACVM : Rehaussement de la réglementation en matière de fonds négociés en bourse : approches proposées et analyse**

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 81-409 des ACVM : *Rehaussement de la réglementation en matière de fonds négociés en bourse : approches proposées et analyse.*

#### **Consultation**

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **17 octobre 2025**, en s'adressant à :

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  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

#### **Renseignements additionnels**

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Philippe Lessard  
Analyste en fonds d'investissement  
Direction de l'encadrement des produits d'investissement  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4364  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
Courriel : [philippe.lessard@lautorite.qc.ca](mailto:philippe.lessard@lautorite.qc.ca)

Laurence Brien-Roch  
Analyste expert en fonds d'investissement  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4483  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
Courriel : [laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca](mailto:laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca)

**Le 19 juin 2025**

Canadian Securities  
AdministratorsAutorités canadiennes  
en valeurs mobilières

## 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**)<sup>1</sup>. 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'épargne<sup>2</sup>. À la fin de 2024, 45 fournisseurs de FNB en proposaient plus de 1 200 au Canada<sup>3</sup>. 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 2024<sup>4</sup>.

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 fonds<sup>5</sup>. 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.

<sup>1</sup> Voir la définition de « fonds négocié en bourse » dans le *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> Rapport 2024 de l'AMVI.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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>.

-2-

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 du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (le **Règlement 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 FNB<sup>6</sup>. En mai 2023, l'OICV a publié le rapport intitulé *Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds*<sup>7</sup> (**les bonnes pratiques relatives aux FNB**) qui vient compléter celui intitulé *IOSCO Principles for the Regulation of ETFs*<sup>8</sup> (**les principes relatifs aux FNB**) et fournit des exemples d'application de ces principes.

Pour l'heure, en vertu des règlements 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 le Règlement 81-102.

Bien que le cadre réglementaire actuel s'intéresse à certaines particularités des FNB<sup>9</sup>, 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,

<sup>6</sup> 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](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>.

<sup>7</sup> *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>.

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

<sup>9</sup> 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.

-3-

lequel permet le maintien du cours de ces parts sur ce marché près de la valeur sous-jacente 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**)<sup>10</sup>. 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**)<sup>11</sup>.

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.

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

<sup>11</sup> Voir l'étude de la CVMO sur les FNB (2025) au [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

-4-

## 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 « opérations sur le marché primaire ». Comme il est indiqué au paragraphe II.A.2<sup>12</sup>, 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 du Règlement 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 parts<sup>13</sup>. 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 liquidative<sup>14</sup>. 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

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> Voir le paragraphe 1 de l'article 9.3 du Règlement 81-102.

<sup>14</sup> 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.

-5-

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 d'opérations 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 d'opérations (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 d'opérations dans l'écart acheteur-vendeur du FNB, ces derniers sont acquittés par les investisseurs qui achètent ou vendent des parts<sup>15</sup>.

## 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

<sup>15</sup> 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>.

-6-

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 FNB<sup>16</sup>. 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 FNB<sup>17</sup>. 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 opérations 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.

---

<sup>16</sup> 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 CVMO sur les FNB.

<sup>17</sup> 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.

-7-

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 marchés<sup>18</sup>.

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.

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

-8-

**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 fonds<sup>19</sup>. 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 efficaces<sup>20</sup>. 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'arbitrage<sup>21</sup>, 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 rachat<sup>22</sup>.

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

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

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

<sup>22</sup> 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 opérations 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

-10-

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'intérêts<sup>23</sup>.

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 d'opérations 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

---

<sup>23</sup> Voir l'article 9.6 de l'Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement.

-11-

mesure à l'étape des négociations<sup>24</sup>. 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'arbitrage<sup>25</sup>;
- 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 opérations 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 numéraire<sup>26</sup>;
- indiquent le « nombre de parts fixé par le gestionnaire » (au sens du Règlement 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 rachat<sup>27</sup>;

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> Voir le sous-paragraphe II.A.3(i)c) ci-dessus.

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> 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.

-12-

- précisent, si le FNB autorise la constitution d'une contrepartie sur mesure :
  - 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);
  - 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 rachat<sup>28</sup>.

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 du *Règlement 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?

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

-13-

## B. Opérations effectuées sur le marché secondaire

### 1. Mesures à fournir sur le site Web

Le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (le **Règlement 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 clôture<sup>29</sup>, 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 offerte<sup>30</sup>. 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 présenté<sup>31</sup>. Par contre, le FNB n'est pas tenu

<sup>29</sup> 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 ».

<sup>30</sup> 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.

<sup>31</sup> 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.

-14-

d'actualiser cette information fréquemment, car l'aperçu du FNB est déposé annuellement<sup>32</sup>. 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 offerte<sup>33</sup> :

**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 FNB<sup>34</sup>. Les bourses d'inscription ont défini le cours de clôture dans leurs règles

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

<sup>33</sup> 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).

<sup>34</sup> 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

-15-

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>.

-16-

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 auraient été tenus de fournir cette information chaque année entre 2020 et 2023<sup>35</sup>. 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 moyen »<sup>36</sup> ;**

**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

<sup>35</sup> 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.

<sup>36</sup> 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.

-17-

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 minces<sup>37</sup>. 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 donné 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

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

-18-

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

-19-

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 liquidité<sup>38</sup>, 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'arbitrage<sup>39</sup>.

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

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

<sup>39</sup> Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 101).

-20-

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 du *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le **Règlement 41-101**)) en vertu du paragraphe 1 de l'article 9.3 du Règlement 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 homogène<sup>40</sup>.

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 le Règlement 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 PA<sup>41</sup>.

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-paragraphe *iv* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 9.1 du Règlement 41-101. Une telle entente serait également

<sup>40</sup> Voir le document intitulé *Two APs are Better Than One: ETF Mispricing and Primary Market Participation* de Evgenii Gorbatiukov et Taisiya Sikorskaya, publié en mai 2022, accessible au [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3923503](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.

<sup>41</sup> 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.

-22-

répertoriée à la rubrique « Contrats importants » du prospectus du FNB, et le détail de celle-ci y serait présenté<sup>42</sup>. 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-paragraphe *iv* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 9.1 du Règlement 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.

<sup>42</sup> 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 du Règlement 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 parts<sup>43</sup>. 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 PA<sup>44</sup>.

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.

<sup>43</sup> 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.

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

-24-

- 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 étudiées<sup>45</sup>.

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'arbitrage<sup>46</sup>. 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

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

<sup>46</sup> 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-ews/portfolio-disclosure-practices-exchange-traded-funds> (Investment Fund Practitioner de la CVMO).

-25-

influeraient indûment sur l'efficacité du mécanisme d'arbitrage<sup>47</sup>. 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 publique, 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-

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

-26-

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 efficaces<sup>48</sup>. 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 actifs<sup>49</sup> 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 indiciaires) 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)<sup>50</sup>, 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 donnée 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 rachat<sup>51</sup>. 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,

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

<sup>49</sup> 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).

<sup>50</sup> 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.

<sup>51</sup> 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.

-27-

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'ensemble<sup>52</sup>, 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)<sup>53</sup>. 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'arbitrage<sup>54</sup>. 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.

---

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

<sup>53</sup> 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.

<sup>54</sup> 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.

-28-

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'entraîne 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 d'opérations 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 Web<sup>55</sup>.

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 donné<sup>56</sup>.

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

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

<sup>56</sup> Voir la note de bas de page 46 du Investment Fund Practitioner de la CVMO.

-29-

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 cibles<sup>57</sup>.

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.
- *Efficiences 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 PA<sup>58</sup>, et l'étude de la CVMO 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

<sup>57</sup> Voir la note de bas de page 46 du Investment Fund Practitioner de la CVMO.

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

-30-

ou les écarts par rapport à la valeur liquidative<sup>59</sup>, 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'évaluation<sup>60</sup>.
- *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;

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

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

-31-

- 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 du *Règlement 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.

-32-

#### 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 »<sup>61</sup>, 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 communiquée<sup>62</sup>;
    - 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

<sup>61</sup> Voir la définition de « site Web désigné » dans le Règlement 81-106.

<sup>62</sup> 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.

-33-

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 liquidité<sup>63</sup>;
  - 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 information<sup>64</sup>;
    - 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

<sup>63</sup> 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 ».

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

-34-

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.

-35-

**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 marché<sup>65</sup>. 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 décalage<sup>66</sup>. 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

<sup>65</sup> Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 65).

<sup>66</sup> Bonnes pratiques relatives aux FNB de l'OICV (p. 24).

-36-

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?

-37-

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 d'opérations 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 d'opérations de portefeuille. On s'attendrait cependant à ce que les coûts d'opérations 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 concernés<sup>67</sup>. Nous avons constaté que, généralement, le ratio des frais d'opérations de la série négociée en bourse et celui de la série non cotée présentés dans les documents d'information des

<sup>67</sup> Voir la note 15.

-38-

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 d'opérations 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 d'opérations 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 opérations en nature dans la même mesure qu'un FNB distinct pour rééquilibrer ses portefeuilles, ce qui pourrait entraîner une hausse des coûts d'opérations 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 d'opérations 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 distincts<sup>68</sup>. 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

<sup>68</sup> 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.

-39-

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 du Règlement 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 américaine<sup>69</sup>.

Par ailleurs, les investisseurs pourraient être exposés à des FNB étrangers par le truchement de participations dans des fonds d'investissement. Puisque le Règlement 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 Canada<sup>70</sup>. Toutefois, le

<sup>69</sup> 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.

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.

<sup>70</sup> Voir les sous-paragraphe a et c du paragraphe 2 de l'article 2.5 du Règlement 81-102.

-40-

Règlement 81-102 prévoit des dispenses dans le cas des « parts indicielles »<sup>71</sup>. Au sens du Règlement 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 ce règlement, 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 au sous-paragraphe *d* du paragraphe 2 de l'article 2.1 du Règlement 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'appesantissant 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-Uni<sup>72</sup>, 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 activement<sup>73</sup>. 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 apparentés<sup>74</sup>.

<sup>71</sup> Voir le paragraphe 3 de l'article 2.5 du Règlement 81-102.

<sup>72</sup> 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>.

<sup>73</sup> 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>.

<sup>74</sup> 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

-41-

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 du Règlement 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 au Règlement 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 au Règlement 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 règlement 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 règlements existants sur les fonds d'investissement, comme le Règlement 81-102 et le Règlement 81-106. Par exemple, l'obligation relative aux politiques et procédures en matière de création et de rachat de parts serait ajoutée au Règlement 81-102 et celle concernant la présentation sur le site Web des mesures clés serait ajoutée au Règlement 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](http://www.lautorite.qc.ca)), sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ([www.osc.ca](http://www.osc.ca)) et sur celui de l'Alberta Securities Commission ([www.albertasecurities.com](http://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.

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

---

*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>.

-42-

Veillez 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

Veillez 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](mailto: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  
 Téléc. : 416 593-2318  
[comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

### Questions

Veillez 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](mailto: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](mailto:laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca)

-43-

*British Columbia Securities Commission*

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

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

*Alberta Securities Commission*

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

Chad Conrad  
Senior Legal Counsel,  
Investment Funds  
Alberta Securities Commission  
Tél. : 403 297-4295  
Courriel : [chad.conrad@asc.ca](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:phuang@osc.gov.on.ca)

-44-

*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](mailto: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](mailto:jack.jiang@novascotia.ca)

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

## CSA Consultation Paper 81-409

### *Enhancing Exchange-Traded Fund Regulation: Proposed Approaches and Discussion*

June 19, 2025

#### I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are considering potential amendments to the investment funds regulatory framework for exchange-traded funds (**ETFs**).<sup>1</sup> Since the introduction of the first ETF in Canada in 1990, ETFs have experienced strong growth, with assets under management reaching \$518 billion by December 31, 2024, representing approximately 19% of publicly offered fund assets.<sup>2</sup> As of the end of 2024, 45 ETF providers offer over 1,200 ETFs in Canada.<sup>3</sup> ETFs provide ready access to a wide range of investment exposures and strategies and offer intraday liquidity through their exchange listing. Retail investors make significant use of ETFs, with retail holdings of ETFs comprising approximately 62% of total ETF assets as of December 2024.<sup>4</sup>

The International Organization of Securities Commissions (**IOSCO**) recently considered the performance of ETFs during the COVID-19 pandemic induced market stress in March and April 2020, during which ETFs underwent significant stress.<sup>5</sup> Generally, IOSCO found that while certain subsets of ETFs temporarily experienced unusual trading behaviors, the ETF structure demonstrated resilience throughout the stress period, with no major risks or fragilities. The resilience of the ETF structure during that period of volatility could further increase the adoption of ETFs, making them an important area of focus for the CSA.

Since their introduction, the ETF market in Canada has evolved substantially. Initially, ETFs aimed to replicate the performance of broad Canadian and U.S. equity market indices, offering low-cost portfolio diversification. Since then, Canadian ETFs have evolved and now offer exposure to a wide range of assets and investment strategies, including index tracking, smart beta strategies, daily leveraged/inverse exposure to indexes and commodity prices, asset allocation, and active management strategies. Some ETFs use alternative investment strategies permitted under *Regulation 81-102 respecting Investment Funds (Regulation 81-102)*.

<sup>1</sup> See the definition of "ETF" in *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements*.

<sup>2</sup> Securities and Investment Management Association, SIMA (formerly IFIC), 2024 Investment Funds Report January 31, 2025 (**SIMA 2024 Report**). ETF net assets represent approximately 19% of total public investment fund assets (mutual funds (\$2,242 billion) and ETFs (\$518 billion)) as of December 31, 2024.

<sup>3</sup> See SIMA 2024 Report.

<sup>4</sup> Represents Canadian retail investors' share of total Canadian-listed ETF assets. Data provided by ISS Market Intelligence, Investor Economics ETF and Index Funds Report (Q4 2024).

All rights in the information provided by Institutional Shareholder Services Canada Inc. and its affiliates (ISS) reside with ISSCI and/or its licensors. ISSCI makes no express or implied warranties of any kind and shall have no liability for any errors, omissions or interruptions in or in connection with any data provided by ISSCI.

<sup>5</sup> International Organization of Securities Commissions (**IOSCO**), Exchange Traded Funds Thematic Note - Findings and Observations during COVID-19 induced market stresses (2018, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD682.pdf>).

-2-

In recent years, as ETFs have grown, multiplied and evolved, regulators in other jurisdictions have developed and implemented requirements or published consultations, recommendations, and guidance for ETFs.<sup>6</sup> In May 2023, IOSCO published *Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds*<sup>7</sup> (the **IOSCO ETF Good Practices**) to supplement the *IOSCO Principles for the Regulation of ETFs*<sup>8</sup> (the **IOSCO ETF Principles**) and provide examples of how the IOSCO ETF Principles could be put in practice.

Currently, under the CSA's investment fund rules, ETFs are regulated under a substantially similar framework as conventional mutual funds, as both types of products are "mutual funds" under securities legislation by virtue of their offering of securities that are redeemable on demand at net asset value (**NAV**). For example, ETFs are subject to the same investment restrictions applicable to mutual funds, including portfolio diversification requirements and limits on illiquid assets set out in Regulation 81-102.

While the existing regulatory framework addresses some features of ETFs,<sup>9</sup> it is not highly tailored to them. ETFs have unique features that distinguish them from conventional mutual funds, namely, their unit creation and redemption mechanism, the secondary market trading of their units and the associated arbitrage mechanism that acts to keep the secondary market price of an ETF close to the underlying value of its portfolio. These features are discussed in greater detail in subsection II.A below.

In 2023, members of the CSA commenced a review to assess whether the current regulations for ETFs remain appropriate, focusing on the unique features of ETFs (the **ETF Review**).<sup>10</sup> The ETF Review involved (a) a study of the Canadian ETF market, and (b) an analysis to identify potential gaps in the existing regulatory framework and ways to update and enhance the existing framework. The Thought Leadership Division of the Ontario Securities Commission (**OSC**) conducted the study of the Canadian ETF market, analyzing its composition and secondary market activity, including factors that may affect ETF trading liquidity and arbitrage. The findings from the study informed our analysis of potential gaps and are detailed in the OSC

<sup>6</sup> See, for example, U.S. Securities and Exchange Commission, Exchange Traded Funds, Release No. IC-33646 (2019), available at <https://www.sec.gov/rules/final/2019/33-10695.pdf>, Central Bank of Ireland, Discussion Paper 6 on Exchange Traded Funds (2017), available at [https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/discussion-paper-6---exchange-traded-funds.pdf?sfvrsn=4d1ba61d\\_8%20](https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/discussion-paper-6---exchange-traded-funds.pdf?sfvrsn=4d1ba61d_8%20) and Feedback Statement on DP6 - Exchange Traded Funds (2018), available at <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>, Hong Kong Securities and Futures Commission, Consultation Paper on Proposed Amendments to the Code on Unit Trusts and Mutual Funds (2017), available at <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/openFile?lang=EN&refNo=17CP8> and Consultation Conclusions on Proposed Amendments to the Code on Unit Trusts and Mutual Funds (2018), available at <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=EN&refNo=17CP8>.

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

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

<sup>9</sup> For example, due to the differences in the ETF distribution model compared to conventional mutual funds, the prospectus delivery requirement was amended in 2016 to mandate that the dealer acting as agent for a purchaser deliver the ETF facts document to the investor who purchased ETF securities over an exchange or alternative trading system, regardless of whether the investor's purchase order is filled with securities newly issued by the ETF.

<sup>10</sup> See Canadian Securities Regulators Initiate Review of Exchange-Traded Funds (August 2023), available at <https://www.securities-administrators.ca/news/canadian-securities-regulators-initiate-review-of-exchange-traded-funds/>.

-3-

ETF Study, *An Empirical Analysis of Canadian ETF Liquidity and the Effectiveness of the Arbitrage Mechanism* published on June 19, 2025 (the **OSC ETF Study**).<sup>11</sup>

This consultation paper (**Consultation Paper**) outlines our views on potential gaps that may need to be addressed and proposes enhancements to the regulatory framework for ETFs. The proposals consider the IOSCO ETF Good Practices addressed to regulators and how different jurisdictions have implemented the IOSCO ETF Principles that may be appropriate for the Canadian market.

The CSA is publishing the Consultation Paper for a 120 day comment period to gather stakeholder views on the issues and proposals outlined in section III. The proposals primarily impact ETFs and their managers, but also affect investors and their advisors, dealers that provide liquidity for ETFs and listing exchanges. We believe that a regulatory framework tailored to the unique ETF structure can enhance investor protection, promote investor confidence in ETFs, and foster competition. Our proposals aim to ensure that our regulatory framework continues to be appropriate for ETFs in order to support continued growth for the benefit of investors. We encourage stakeholders to provide their views on these proposals and to provide supporting data for their views. We also invite comments on the specific questions set out in the Consultation Paper.

The CSA will consider the feedback on all aspects of the Consultation Paper, particularly the outlined proposals, to assess whether new rules are required to address any identified concerns. If deemed necessary, the CSA will publish proposed requirements for comment through the rule-making process.

The comment period will end on October 17, 2025.

## II. Background

### A. Overview of ETF Features

ETFs are unique because their securities can be bought and sold in two markets, the primary market and the secondary market. ETFs offer units on a continuous basis on the primary market and list their securities on an exchange to facilitate secondary market trading. A unique arbitrage mechanism links the two markets. The key features of ETFs are discussed in the subsection below.

#### 1. Unit Creations and Redemptions in the Primary Market

Like conventional mutual funds, ETFs issue securities continuously with no limit on the number of securities that may be issued, and their securities are redeemable at NAV on demand. However, unlike conventional mutual funds, investors cannot transact directly with ETFs. Instead, ETF units may be issued and redeemed only with dealers that have entered into an agreement with the ETF manager. The agreement, typically referred to as a “continuous distribution dealer agreement” (a **CDDA**) by ETF managers and dealers, allows the dealer to buy and redeem ETF units in large blocks at the NAV, which is calculated once a day. The block of units that may be purchased or redeemed is generally termed the “prescribed number of units” in ETF prospectuses, or referred to as a “creation unit” by industry participants. The dealers are typically registered dealers regulated by the Canadian Investment Regulatory

<sup>11</sup> See OSC ETF Study, *An Empirical Analysis of Canadian ETF Liquidity and the Effectiveness of the Arbitrage Mechanism* (2025), available at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

-4-

Organization, and they are commonly referred to as “authorized dealers” or “authorized participants” (**APs**). We use the term “AP” in the Consultation Paper.

Creations and redemptions of an ETF's units, known as “primary market” transactions, are restricted to APs. Most investors buy or sell ETF units on a marketplace at prevailing market prices during the trading day, as outlined in subsection II.A.2.<sup>12</sup>

Generally, under the CDDA, an AP can purchase creation units from an ETF by delivering cash, securities in-kind, or a combination of both. Under Regulation 81-102, the value of cash and/or securities delivered must equal the NAV per unit multiplied by the number of units in the creation unit.<sup>13</sup> For in-kind creations, the ETF manager discloses to the APs in advance a list of securities and any applicable cash balancing amount (the **creation basket**). An AP must deliver the creation basket in exchange for a creation unit.

The redemption process is the reverse. An AP holding enough ETF units to form a creation unit may redeem the units at their NAV.<sup>14</sup> If redemptions are satisfied by the delivery of portfolio securities, the ETF manager specifies in advance the list of securities (with any cash balancing amount) that will be delivered (the **redemption basket**). The ETF manager may have discretion to deliver cash to satisfy redemptions. Some ETFs create or redeem units for cash only. ETF managers may also allow APs to negotiate adjustments to the creation or redemption basket, as discussed in section III.A below.

APs may create or redeem ETF units for their own account, or act as agents to create or redeem units for their clients. APs may hold ETF units that they have created in their inventory or trade the units in the secondary market with other investors; similarly, they can hold the portfolio securities received from a redemption in their inventory or sell them. We understand that a CDDA typically does not require an AP to create or redeem ETF units, and APs are not compensated by the ETF or its manager for creations or redemptions under the agreement.

ETFs may charge an AP a fee for creations or redemptions. Typically, the fee compensates the ETF for the costs related to processing creations and redemptions. A significant difference resulting from the creation and redemption mechanism is that the AP bears all the costs of acquiring or selling securities for the ETF (either through in-kind creations and redemptions or paying a fee for cash creations and redemptions). APs embed these costs in the spread they quote, which investors pay only when they buy or sell the ETF in the secondary market. This means that investors who are not buying or selling are not impacted by the transaction costs associated with money entering or exiting the ETF. In contrast, for conventional mutual funds, when investors enter, the transaction costs incurred for investing their money are borne by the mutual fund (and therefore, shared among the existing investors). The same happens when an investor sells mutual fund securities as the transaction costs for their exit are borne by the fund (and therefore shared among the remaining investors). By including the transaction costs in the

---

<sup>12</sup> Investors that wish to buy and sell large blocks of units (typically institutional investors) may seek to transact at NAV by dealing through APs.

<sup>13</sup> See s. 9.3(1) of Regulation 81-102.

<sup>14</sup> While ETF prospectuses disclose that investors that hold sufficient units to form a creation unit have the right to redeem from the ETF, we understand that, practically, only APs redeem units from the ETF. An investor that wishes to redeem from the ETF could do so through an AP acting as agent for the investor.

ETF spread, the ETF structure ensures that these costs are borne by the investors who are buying and selling.<sup>15</sup>

## 2. Secondary Market Trading

ETFs list their units on an exchange, and ETF investors typically buy and sell ETF units on the secondary market. Investors can buy and sell ETFs using their brokerage accounts, including U.S.-listed ETFs, as ETFs are traded like other exchange-listed securities. Trading of ETF units occurs during market hours at prevailing prices, which may be higher (a **premium**) or lower (a **discount**) than the NAV per unit calculated by the ETF. When trading ETFs, investors incur costs like bid-ask spreads and commissions, similar to trading equity securities.

The co-existence of the primary market and the secondary market gives rise to arbitrage opportunities that help keep the market price of ETF units close to the underlying value of the ETF's portfolio (the **underlying value**). This arbitrage mechanism is central to the ETF structure and is discussed in further detail in the next subsection.

ETFs can be traded like stocks, offering easy access through a marketplace and flexibility to implement various investment strategies. For example, investors can buy ETF units with cash or on margin, or short sell the units. Options trading is available for many ETFs, allowing for various trading and investment strategies. Retail investors typically buy and sell ETF units on a marketplace. Secondary market trading attracts a broad range of participants, making ETFs popular for trading.<sup>16</sup> In addition to investment fund regulations, ETFs are subject to secondary market trading rules, such as rules for best execution and applications of volatility control mechanisms.

Official market makers of ETFs are also subject to applicable exchange rules. Canadian exchanges currently assign one official market maker to each ETF to provide liquidity. Each exchange oversees its market making program and assesses whether the assigned market maker meets performance obligations, which may include meeting minimum spread goals, contributing to liquidity and depth, and maintaining trading activity in the ETF.

Typically, the ETF manager nominates a dealer to act as the official market maker for the ETF on the listing exchange. The ETF manager enters into an agreement referred to as a "designated broker agreement" with this dealer, under which the dealer agrees to act as the designated broker for the ETF.<sup>17</sup> ETF prospectuses generally disclose that the designated broker's duties under the designated broker agreement include: (i) subscribing for sufficient ETF units to satisfy the original listing requirements of the listing exchange; (ii) subscribing for ETF units on an ongoing basis in connection with portfolio transactions and specified cash redemptions; and (iii) posting a liquid two-way market for the trading of the ETF's units on the

<sup>15</sup> See Joanne M. Hill, Dave Nadig & Matt Hougan, A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs), CFA Institute Research Foundation (2015), available at <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2015/rf-v2015-n3-1-pdf.pdf> (pp.26-27).

<sup>16</sup> From 2019 to 2023, Canadian ETF traded volumes have increased from approximately 5% to over 8% of total daily average traded volume of all listed securities; and Canadian ETF traded values have also increased from approximately 9% to over 11% of total daily average traded value of all listed securities. See the OSC ETF Study for further details.

<sup>17</sup> We understand that the designated broker typically has the ability to create and redeem ETF units to facilitate its market making obligations, either through entering into a CDDA with the ETF manager or including the ability to create/redeem units in the designated broker agreement.

-6-

listing exchange. As the official market maker, the designated broker is overseen by the listing exchange for meeting the parameters of the exchange's market making program.

In addition to the designated broker, APs and other marketplace participants may provide liquidity by posting bids and offers for ETFs throughout the trading day, enhancing liquidity and depth without being obligated to meet exchange requirements for liquidity support. Dealers may seek to act as APs in order to transact directly in the primary market (instead of through an AP); however, a dealer that is providing liquidity need not be an AP, and an AP is not required to provide liquidity. We understand that ETF managers may have informal arrangements or expectations for APs to support the liquidity of their products, as indicated by providing APs with information to value their ETFs. However, there is typically no requirement for liquidity provision in a CDDA.

Under normal circumstances, the bids and offers quoted by the designated broker, APs and other liquidity providers are generally closely tied to the ETF's underlying value because of arbitrage opportunities in the ETF structure.

### **3. Arbitrage Mechanism**

ETFs are marketed as liquid investment products that can be traded intraday on marketplaces at prices close to the underlying value of their portfolio holdings. The tight link of the market price to the underlying value is dependent on the functioning of the arbitrage mechanism.

The ability to create and redeem units in the primary market, along with secondary market trading of ETF units, provides arbitrage opportunities that help keep the market price of ETF units close to the underlying value. For example, if ETF units are trading at a discount on a marketplace, an AP could buy the units on the secondary market and sell or short sell the underlying securities to arbitrage the discount. Once the AP has enough ETF units to form a creation unit, it can redeem them with the ETF in exchange for the underlying securities in the redemption basket. This process can create upward pressure on the ETF unit price or downward pressure on the prices of the securities in the redemption basket, bringing the market price of ETF units closer to the underlying value of the ETF.

Conversely, if ETF units are trading at a premium, the AP could engage in the reverse process. This mechanism, referred to as the "arbitrage mechanism", helps keep the ETF's market price close to its underlying value.

Liquidity providers that are not APs may also engage in arbitrage by creating and redeeming ETF units by placing orders with APs. As well, liquidity providers (including APs) may conduct arbitrage exclusively in the secondary market, rather than through creations/redemptions in the primary market. APs typically have expertise in trading the markets for the ETF's underlying holdings. They are motivated by opportunities to conduct arbitrage and provide liquidity, which allow them to earn profits. This activity by liquidity providers also helps keep the market price of ETF units aligned with their underlying value.

Due to the potential for arbitrage opportunities within the ETF structure, ETF units are generally expected to trade close to their underlying value under normal market conditions. To the extent that significant divergences do occur, these are more likely during periods of market volatility.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> See OSC ETF Study (pp.16-17).

-7-

Effective arbitrage is crucial for enabling investors (who cannot transact directly with the ETF) to buy and sell ETF units on the secondary market at prices that closely track the real-time underlying value of the ETF. We understand that, when designing their products, ETF managers consider whether effective arbitrage can be expected to take place (e.g., the availability of correlated assets and participation of liquidity providers) and whether any characteristics of their proposed product could hinder the arbitrage mechanism, potentially giving rise to undesirable divergences of the market price and the ETF's underlying value.

## **i) Facilitating an Effective Arbitrage Mechanism**

### **a) Information to Value the ETF**

Disclosing portfolio information for an ETF is associated with facilitating an efficient arbitrage mechanism, leading to narrower premiums/discounts, tighter spreads and better liquidity in an ETF.<sup>19</sup> Information about the ETF's current portfolio holdings or other information to value the ETF's portfolio enables APs and other liquidity providers to: (i) assess the discrepancy between the market price of the ETF's units and their underlying value, and (ii) construct hedges for their positions. Therefore, unlike a conventional mutual fund, which transacts at the daily NAV and does not rely on arbitrage, an ETF's policy for the disclosure of valuation information is central to its operations.

Currently, there are varying industry practices regarding the type of portfolio information that ETF managers disclose to APs and other market participants, as discussed in subsection III.D below. Generally, ETF managers seek to provide sufficient information to facilitate effective arbitrage, ensuring competitive spreads and narrow premiums/discounts to NAV.

### **b) Active Participation of APs and other Liquidity Providers**

The IOSCO ETF Good Practices also highlight the importance of active and robust participation by APs and other liquidity providers for effective arbitrage and liquidity provision.<sup>20</sup> ETF managers are encouraged to avoid exclusive arrangements with APs and market makers that may unduly affect the effectiveness of the arbitrage mechanism.<sup>21</sup> Instead, ETF managers are encouraged to promote open and effective competition among APs and other liquidity providers, as competition enhances arbitrage efficiency and creates an active secondary market.

### **c) Other Practices**

The IOSCO ETF Good Practices also set out other practices identified by industry participants that could facilitate effective arbitrage. These practices include clear and cost-quantifiable creations and redemptions, enabling custom baskets, having multiple APs available to step in if any particular AP is not able to carry out creations/redemptions for any reason, an open AP architecture to promote competition, widening the availability of APs and market makers if possible, and smaller minimum creation/redemption basket sizes where possible.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.23).

<sup>20</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.31).

<sup>21</sup> IOSCO ETF Good Practices (pp.32-33).

<sup>22</sup> IOSCO ETF Good Practices (pp.34-35).

## **B. The Canadian ETF Market**

As noted above, the analysis of the Canadian ETF market conducted by the OSC's Thought Leadership Division is set out in the OSC ETF Study. The OSC ETF Study includes a summary of the size and composition of the Canadian ETF market, secondary market liquidity, and premiums/discounts to NAV. The OSC ETF Study also analyzes whether (a) the number of APs, and (b) the public disclosure of portfolio holdings, impact bid-ask spreads and deviations from NAV. Stakeholders are encouraged to refer to the OSC ETF Study for details about the findings.

## **III. Topics and Proposals for Consultation**

The Consultation Paper focuses on the unique features of the ETF vehicle discussed above. We identify potential gaps and propose and discuss potential enhancements to the existing regulatory framework, with an emphasis on proposals to promote the effective functioning of the arbitrage mechanism that is central to ETFs. Our proposals considered the IOSCO ETF Good Practices (particularly those addressed to regulators) and the different ways that various jurisdictions have implemented the IOSCO ETF Principles presented in the IOSCO ETF Good Practices. We reviewed a sample of ETF prospectuses, focusing on the disclosure about the arrangements implemented by ETF managers to facilitate the arbitrage mechanism for their ETFs and the associated risks. We also reviewed a sample of ETF websites to evaluate the information provided by ETF managers to the public.

The Consultation Paper seeks stakeholder views on our proposals and specific questions, which are organized around the topics set out below. In addition, stakeholders are invited to comment on any aspect of the Consultation Paper, particularly on the costs and benefits of potential measures.

### **A. Policies and Procedures for Creations and Redemptions of Units**

APs may create ETF units in the primary market by delivering cash, securities in-kind, or a combination of both. If they have sold short units on the secondary market to meet investor demand for the ETF, they may use the newly created units to close out their short positions. Conversely, APs can redeem ETF units they bought in the secondary market with the ETF in exchange for portfolio securities and/or cash, closing out their long ETF positions. The daily creation and redemption mechanism allows ETF units to be traded in large numbers without significant price deviations from the underlying value. Primary market transactions also help APs limit their risk when providing liquidity for ETFs, encouraging them to actively provide liquidity in the secondary market. An effective primary market is therefore essential for fostering an ETF's liquidity and keeping the market price close to the underlying value, benefiting investors who trade on the secondary market.

Primary market activities may also support efficient ETF portfolio management. For example, creation and redemption baskets may not consist of a pro rata slice of the ETF's portfolio. ETFs can rebalance their portfolios in a cost-effective way by including desired securities in the creation basket and unwanted securities in the redemption basket.

The primary market supports the arbitrage mechanism and could impact the management of an ETF's portfolio, making the orderly creation and redemption of units critical. Therefore, we propose that ETFs be required to establish, maintain and follow written policies and procedures for the creation and redemption of units.

-9-

Currently, ETF prospectuses provide certain information about the process for creations and redemptions (e.g., cut-off time for creations and redemptions, and whether cash and/or securities are deliverable), but there is no additional information about the ETF manager's policies for creations and redemptions (such as the methodology for constructing creation and redemption baskets). We understand that many ETF managers have written policies and procedures or internal guidelines and practices for creations and redemptions. The CSA's proposal is intended to formalize these practices, similar to the adoption and implementation of written policies and procedures for other key processes such as fund valuation. Like fund valuation processes, these policies should be approved by the ETF manager's board of directors and be subject to review, testing, and conflict of interest considerations.<sup>23</sup>

ETFs that create and redeem units with in-kind securities may have more complex policies and procedures than ETFs that transact with cash only. These ETFs disclose the composition of the creation and redemption baskets to APs before the opening of trading. We understand that some ETF managers may, at the request of APs, accept or deliver "custom baskets" that have different components than the creation and redemption baskets disclosed before the opening of trading (the **standard baskets**). In the Consultation Paper, we refer to a basket that does not have the same components as the basket disclosed to APs by the ETF before the opening of the trading day as a "custom basket". A custom basket includes a basket that substitutes cash for one or more of the components published in the standard basket.

Using custom baskets can benefit an ETF and its investors. The flexibility provided by custom baskets can lower transaction costs for APs, leading to more efficient arbitrage and tighter bid-ask spreads for ETF units on the exchange. Custom baskets can also encourage more arbitrage activity and improve liquidity for ETF units by allowing APs to use a broader range of their inventory and accommodating their trading constraints. Additionally, custom baskets can help ETFs acquire or dispose of securities in their portfolios efficiently.

However, the use of custom baskets could raise concerns about potential conflicts of interest. For example, an AP affiliated with the ETF manager, or an AP that an ETF (and other ETFs in the same fund family) relies on for maintaining arbitrage, may influence the construction of baskets to their advantage during negotiations for custom baskets.<sup>24</sup> ETF managers have a fiduciary duty to act in the best interests of their ETFs when constructing and accepting/delivering baskets. In addition, we believe that implementing and following specific policies and procedures for using custom baskets would promote consistency in the use of custom baskets, helping to manage potential conflicts of interest and avoid inappropriate differences in how APs create and redeem units with the ETF.

For example, ETF managers may accept cash collateral for creations if an AP experiences delays in delivering components of creation baskets, as discussed in OSC Staff Notice 81-735 *Cash Collateral Use for Delayed Basket Securities in ETF Subscriptions*. Establishing clear parameters for the use of cash collateral and outlining a detailed process for APs to request it would help ensure that all dealers have equal opportunities to use cash collateral, fostering a level playing field for APs.

Given the importance of the primary market, we propose that ETFs be required to implement policies and procedures for creations and redemptions in order to:

---

<sup>23</sup> See *Policy Statement to Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure*, s.9.6.

<sup>24</sup> See IOSCO ETF Good Practices (p.40), providing examples of potential abuses, including cherry-picking holdings by an AP, or dumping of undesirable holdings by an AP.

-10-

- ensure that primary market activities are subject to ETF manager oversight (including compliance oversight), enhancing the robustness of the primary market
- provide a clear and cost-quantifiable creation and redemption mechanism to facilitate arbitrage<sup>25</sup>
- help mitigate potential conflicts of interest
- foster competition among APs by providing a level playing field for APs when dealing with an ETF.

We propose that the policies and procedures for creations and redemptions could include the following elements:

- specify whether the ETF creates and redeems units with cash or in-kind securities (with a cash amount balancing to NAV)
- if an ETF that creates and redeems units with in-kind securities may, on an exceptional basis, permit cash creations and redemptions, set out the process for an AP to request cash creations or redemptions, and the parameters for permitting cash transactions<sup>26</sup>
- specify the size of a “manager-prescribed number of units” (as defined in Regulation 81-102)
- specify the fees (if any) charged for processing a creation and redemption
- set out the methodology governing the construction of the basket for creations and the basket for redemptions<sup>27</sup>
- if the ETF permits the use of custom baskets, set out:
  - the process for an AP to request a custom basket and the parameters for the construction of custom baskets, including the process for allowing deviations from those parameters (if any)
  - the procedures for the ETF manager to review and test whether the custom baskets used were in the best interests of the ETF
- if the ETF accepts cash collateral for creations, set out the parameters for the use of cash collateral and the process for an AP to request the use of cash collateral
- specify the process and procedures to be followed for accepting creation baskets and delivering redemption baskets.<sup>28</sup>

We believe the proposed requirements would provide ETFs with the flexibility to implement policies and procedures that are appropriate for their creations and redemptions. For example, ETFs that transact using cash only may have simpler policies and procedures compared to those that use in-kind creations and redemptions. ETFs that allow custom baskets with only limited deviations permitted from the standard basket may have less detailed parameters. If policies and procedures for creations and redemptions are implemented, ETF managers would be required to maintain records to demonstrate compliance with such policies and procedures in accordance with section 11.5(2)(e) of *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*.

<sup>25</sup> See subsection II.A.3(i)(c) above.

<sup>26</sup> For example, the ETF may permit no more than a certain amount of cash creations over a specified period.

<sup>27</sup> For example, an ETF that transacts in-kind may construct baskets that consist of a *pro rata* slice of its holdings, or an optimized sample of its holdings.

<sup>28</sup> This proposed element would include specifying the cut-off time for submitting purchase and redemption orders.

**Consultation Questions:**

1. Are any of the proposed elements for the proposed policies and procedures for the creation and redemption of units unnecessary or not useful? Are there additional elements that should be included in these policies and procedures?
2. We did not propose that the policies and procedures for creations and redemptions be disclosed to the public since: (a) investors do not transact in the primary market and therefore may not require details about basket construction, and (b) the efficiency and potential risks of the primary market mechanism would be reflected in the key metrics we propose be disclosed on the ETF's website, as outlined in subsection III.B.1. However, are there specific elements of the policies and procedures (e.g., whether the ETF's creation and redemption baskets consist of a pro rata slice of the portfolio or an optimized sample, whether the ETF creates and redeems with in-kind securities or with cash, whether the ETF permits custom baskets, etc.) that should be disclosed in the prospectus to provide investors with useful information about the primary market mechanism for the ETF and potential risks?

**B. Secondary Market Trading****1. Website Disclosure of Metrics**

*Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure (Regulation 81-106)* requires each investment fund to designate a qualifying website for posting disclosure required by securities legislation. A designated website helps improve investor access to information. In addition to posting regulatory documents, ETF managers often use their websites to provide current information, including information on the ETF's performance and portfolio.

The sample of ETF websites we reviewed showed that ETFs provide daily trading and pricing information on their websites, including the daily NAV per unit, closing price<sup>29</sup>, bid-ask spread, and percentage discount/premium. This information is also available for historical periods on the website (e.g., past 12-month data). We believe this information is useful for investors, as it helps them understand that the price of ETF units on the secondary market can differ from the NAV and enables them to assess potential trading costs, which are part of the total costs of investing in an ETF.

The CSA proposes that ETFs be required to disclose up-to-date information on their website about the functioning of the arbitrage mechanism and secondary market trading in an accessible format, to help investors evaluate their investment and trading decisions. Our website disclosure proposals aim to:

- *improve investor understanding of the features of the ETF* – metrics help investors assess the functioning of arbitrage and understand the impact of premiums/discounts and quoted spreads on their investments

<sup>29</sup> The ETF websites reviewed used terms such as "market price", "closing price" or "closing market price" for comparison against NAV.

-12-

- *enhance transparency* – daily updates offer more up-to-date information than available in the ETF facts document
- *facilitate comparisons* – standardized information and consistent time periods for disclosures facilitate better comparisons among ETFs.

Currently, information about the market price and the NAV of an ETF's units is available in the ETF facts document under the "Pricing Information" heading. ETFs must disclose the range of the market price and NAV over a 12-month period ending within 60 days of the date of the ETF facts document for each class (or series) of securities offered.<sup>30</sup> The average bid-ask spread over the same period, calculated using the methodology set out in Form 41-101F4 *Information Required in an ETF Facts Document (Form 41-101F4)*, must also be disclosed.<sup>31</sup> However, this information is not required to be updated frequently as the ETF facts document is filed annually.<sup>32</sup> Also, ETFs do not all provide this information for the same time period in their ETF facts document due to different prospectus filing dates, making it more difficult for investors to compare ETFs.

We propose that ETFs provide key metrics on their website that are similar to the pricing information currently provided in the ETF facts document, with daily updates. We contemplate the metrics being disclosed in an easily accessible section of the ETF's website, under the proposed heading "Trading and Pricing Information", and presented in a clear and readable format. The key metrics we propose are daily and historical premiums/discounts to NAV for standardized periods, and median quoted spreads for the most recent 30-day period.

Premiums and discounts are impacted by many factors. Some categories of ETFs may have premiums and discounts that are larger, such as ETFs that hold foreign securities where the foreign markets are closed during the trading day for the ETF's securities. Disclosure related to premiums and discounts can help investors understand that some types of ETFs may have relatively larger premiums or discounts, and help investors compare ETFs within a category, as well as provide useful information about the efficiency of the arbitrage mechanism. ETFs may also discuss the factors that contribute to premiums and discounts to provide investors with relevant context. Presenting quoted spreads for a more recent period would provide investors with more up-to-date information about the liquidity costs associated with an investment in an ETF.

We propose that an ETF disclose the following metrics on its designated website for each series (or class) of securities offered:<sup>33</sup>

- (a) the net asset value per security, the closing price, and premium or discount, each as of the prior business day;**

<sup>30</sup> See Item 2(3), Part I of Form 41-101F4 and Instructions (12) and (13) thereunder.

<sup>31</sup> See Item 2(3), Part I of Form 41-101F4 and Instruction (14) thereunder.

<sup>32</sup> The ETF facts document must be amended, however, if a material change that affects the information disclosed in the document occurs.

<sup>33</sup> The proposed metrics and presentation are similar to that required to be disclosed by U.S. ETFs pursuant to SEC Rule 6c-11 under the *Investment Company Act of 1940*, which were presented as an example of disclosures regarding arbitrage and secondary market trading in the IOSCO ETF Good Practices (p. 44).

-13-

We propose that the “premium or discount” be defined as: the difference (positive or negative) between the “closing price” of the ETF’s security (as proposed to be defined below) and the ETF’s most recent net asset value per security, expressed as a percentage of the net asset value per security.

We propose that, for the purposes of enhancing investor understanding of the differences of the secondary market value of an ETF’s security and the NAV, the “closing price” be represented by the calculated closing price published by the listing exchange for the ETF.<sup>34</sup> Listing exchanges have defined the closing price in their respective trading rules and have published their methodologies to determine a calculated closing price for ETFs, addressing stale last sale prices for ETFs that are not frequently traded.

As some ETFs do not calculate their NAV as of the close of trading at 4 p.m., we propose that such ETFs use the price that is the midpoint between the best bid and best offer on its listing exchange as of their NAV calculation time if that price better reflects the secondary market value of the ETF’s securities at such time. Therefore, we propose that “closing price” mean: (i) the closing price of a security of the ETF published by the exchange on which the securities of the ETF are listed (the **Listing Exchange**); or (ii) if the ETF does not calculate NAV as of the closing time of its Listing Exchange, the price that is the midpoint between the best bid and best offer on the Listing Exchange as of the time the ETF calculates its NAV.

This proposed daily disclosure would provide a snapshot of the difference between the NAV and the closing price on a daily basis. While this daily snapshot reflects the difference at a single point in time and may not capture intraday fluctuations, we believe it strikes a reasonable balance given the costs and practical challenges of calculating intraday deviations.

**(b) a table showing the percentage of trading days the securities traded at a premium or discount during the most recently completed calendar year and the completed calendar quarters since that year (or the life of the ETF, if shorter);**

This proposed table would present a summary of the portion of trading days that the closing price of the ETF’s securities was at a premium, discount, or equal to the NAV over the most recent full year period and subsequent quarterly periods, making it easier for investors to understand and absorb historical information.

**(c) a line graph showing premiums or discounts for the most recently completed calendar year and the completed calendar quarters since that year (or the life of the ETF, if shorter);**

This proposed line graph would provide a visual representation of the degree of the premiums or discounts, and highlight any relatively large deviations, helping investors assess the stability of the premiums or discounts.

**(d) if the premium or discount of any class or series of securities offered is greater than 2% for more than seven consecutive business days, include a statement before the opening of trading on the ETF’s listing exchange on the next business day of the**

<sup>34</sup> See the approvals granted for exchange rules and policies regarding the dissemination of calculated closing prices that may be based on bid-ask spreads near the close of trading to better reflect secondary market values of ETFs, particularly for ETFs that are not frequently traded: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/marketplaces/exchanges/recognized-exchanges/tmx-group-inc-and-tsx-inc-rule-review-notices/notice-approval-tsx-closing> and <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/marketplaces/exchanges/recognized-exchanges/neo-exchange-inc-rule-review-notices/notice-approval-amendments-trading>.

-14-

**applicable consecutive period, that the ETF's premium or discount, as applicable, was greater than 2% for more than seven consecutive business days, and include a discussion of the factors that are reasonably believed to have materially contributed to the premium or discount. This disclosure must be maintained on the website for at least one year.**

This proposed disclosure seeks to increase investor awareness about ETFs that have significant and persistent deviations from NAV, which may occur when the arbitrage mechanism is impaired. We propose including a discussion of factors that are reasonably believed to have contributed to the deviations to give investors insight into the historical efficiency of the ETF's arbitrage mechanism. This insight is intended to help investors make more informed decisions, such as comparing ETFs within a specific category. Additionally, maintaining this information on the website for at least a year will help identify ETFs with a history of significant and persistent differences between closing price and NAV per security.

The OSC ETF Study found that during the period 2019-2023, the average deviation between the closing price and NAV across ETFs with different underlying assets and strategies has been relatively small. We sought to establish a threshold that would highlight larger, persistent deviations from NAV, and considered an alternative threshold of 2 standard deviations or more over the past rolling 12 months for a period of more than 7 consecutive business days. We found that the 2 standard deviation threshold would have resulted in a higher percentage of ETFs that would have triggered such disclosure during each year in the 2020-2023 period.<sup>35</sup> While this alternative threshold represents the unique deviations of each ETF and captures the most recent market behaviour, it may be more complex to calculate and implement. We are proposing a 2% threshold to simplify implementation and disclosure and seek feedback on this threshold.

**(e) the median bid-ask spread, expressed as a percentage rounded to the nearest hundredth, over the most recent 30 calendar days. This measure would be computed as follows:**

**(A) calculate the "Interval Bid-Ask Spread" for each "Interval Point" in each trading day over the previous 30 calendar days, using the methodology required under Form 41-101F4 for the calculation of Interval Bid-Ask Spreads in determining the "Average Bid-Ask Spread"<sup>36</sup>, and**

**(B) identify the median of the Interval Bid-Ask Spreads.**

If an ETF does not have Interval Bid-Ask Spreads for at least 75% of the Interval Points in the previous 30 calendar days, we propose that it state "This ETF did not have sufficient market depth (\$50,000) to calculate the median bid-ask spread for the previous 30 calendar days." If an ETF has not traded for more than 30 calendar days, we propose that the ETF include the following statement: "This ETF has not traded for more than 30 calendar days."

<sup>35</sup> Based on OSC staff analysis, a 2% threshold would have triggered disclosure for 5.3%, 0.7%, 0.6%, and 1.1% of the total sample of ETFs annually from 2020 to 2023. In comparison, the 2 standard deviation threshold would have triggered disclosure for 18.5%, 3.0%, 6.6%, and 5.2% of the total sample of ETFs annually over the same period. The majority of the additional ETFs that would have disclosed under the 2 standard deviation threshold are fixed income ETFs.

<sup>36</sup> See Instruction (14) under Item 2(3), Part I of Form 41-101F4 for the calculation of the Average Bid-Ask Spread and the Interval Bid-Ask Spread.

-15-

The proposed median bid-ask spread would provide investors with more up-to-date information about the potential costs of investing in ETFs, enhancing cost transparency and comparability among similar ETFs. We propose that the calculation of this measure use the same elements as that required for the calculation of the historical Average Bid-Ask Spread in the ETF facts document, so that ETFs would not be required to obtain and calculate new inputs for a median over a rolling period.

The OSC ETF Study observed that average quoted spreads are typically narrow.<sup>37</sup> However, spreads can widen due to various factors, such as the market volatility experienced in March-April 2020. Information on bid-ask spreads over the past 30 calendar days could enable investors to compare the costs on their intended trading day with recent average spreads, helping them make more informed decisions.

ETF managers may currently monitor other metrics to assess the functioning of the arbitrage mechanism and the liquidity of their ETFs. In addition to the standardized metrics proposed, ETFs may disclose other metrics on their website (with an explanation of the significance of the metrics) as long as the proposed metrics are presented with equal prominence. The website disclosure proposals may lead ETF managers to develop tailored metrics for different types of ETFs and could encourage service providers to develop commercial solutions that facilitate the comparison of trading metrics for different ETFs.

#### ***Changes to ETF Facts Document***

We propose that the ETF facts document be amended to include a reference to the ETF's website for investors to access the metrics proposed above. We also seek feedback on providing premium/discount information in the ETF facts document.

#### ***Consultation Questions:***

3. Does the proposed term "closing price" and the proposed definition of this term appropriately represent the secondary market value of an ETF's security? If not, what definition would better reflect the secondary market value of an ETF's security (e.g., a definition that references the national best bid and offer instead of the best bid and offer on the listing exchange) and what term would be better?
4. For ETFs that do not calculate NAV as of the closing time of the listing exchange, would using the value that is the midpoint between the best bid and best offer on the listing exchange as of the time of NAV calculation appropriately represent the secondary market value of the securities of such ETFs? Is the term "closing price" appropriate for such ETFs? If not, what term would be more suitable?
5. Is the 2% premium/discount threshold appropriate to help identify ETFs that present significant deviations from NAV over a period of more than seven consecutive business days?
6. We observed from ETF websites that many ETFs offer downloadable daily NAV per security and closing price data over historical periods (such as for the period since inception). In addition to presenting historical premiums/discounts in a line graph as proposed, would it be

---

<sup>37</sup> See OSC ETF Study (p.13).

-16-

beneficial to require ETFs to make their daily NAV per security, closing price, and premium/discount data for the past two calendar years available for download?

7. Are there alternative metrics or data presentations to those proposed that would help investors assess the functioning of the ETF's arbitrage mechanism and the liquidity of the ETF's securities on the secondary market? Would daily average bid-ask spreads over the same historical periods proposed for premiums and discounts in subsection (c) be useful for investors, in addition to the 30-day median bid-ask spread proposed?
8. To what extent would the proposed website disclosure requirements increase costs for ETFs, taking into consideration the pricing information that is currently required in the ETF facts document? Please provide additional costs beyond the costs of providing the information currently required in the ETF facts document (e.g., initial set-up costs, on-going data costs, etc.).
9. Should the ETF facts document include information about premiums/discounts in the "Pricing Information" table, such as including the mean of the daily premiums/discounts over the 12-month period ending within 60 days of the date of the ETF facts document? What other measure would provide representative information about historical premiums/discounts?

## 2. Monitoring of Arbitrage and Liquidity Provision

The expectation that an ETF's market price will closely align with its underlying value relies on APs and other liquidity providers taking advantage of arbitrage opportunities to correct price differences. The effective operation of this arbitrage mechanism is critical for the proper functioning of ETFs. The listing exchange monitors the official market maker to assess the quality of liquidity provision and verify dealer adherence to market making program parameters that make them eligible for benefits, such as rebates. In addition to this monitoring by the exchange, we understand that:

- to meet investor expectations and remain competitive, ETF managers aim to design products and establish arrangements that support effective arbitrage (such as constructing baskets with liquid components), reducing the likelihood of significant divergence between the market price of ETF units and their underlying value
- ETFs are dependent on arbitrageurs, and particularly APs as they can create and redeem units with the ETF, to minimize deviations from the underlying value of their units. ETF managers seek to have a group of arbitrageurs that are ready to act on arbitrage opportunities. ETF managers typically select the designated broker and APs based on their capabilities in market making, and conduct due diligence in this regard. The designated broker agreement usually specifies that one of the duties of the designated broker includes posting a liquid two-way market for the ETF. In addition, even though not formalized in a written agreement, ETF managers typically have expectations or arrangements for liquidity provision by APs or a subset of APs, as they frequently provide portfolio holdings information to APs for the purposes of facilitating liquidity provision and arbitrage, as discussed in subsection III.D
- ETF managers may monitor closing prices to assess their alignment with NAV. They also monitor liquidity metrics such as quoted spreads and market depth to ensure that the spreads reflect the spreads of the ETF's portfolio holdings and are within expected values

-17-

- when ETF managers observe secondary market trading behaviour that deviates from their expectations, such as widening spreads, they typically address the matter with the relevant AP(s).

Consistent with the IOSCO ETF Good Practices, which encourage ETF managers to monitor APs and market makers on an ongoing basis to ensure that they contribute to the functioning of the arbitrage mechanism and liquidity provision,<sup>38</sup> we propose to introduce requirements for ETF managers to:

- monitor the functioning of the arbitrage mechanism and liquidity provision on the secondary market (including designated broker and AP participation in this regard); and
- establish, maintain and follow policies and procedures for their monitoring, to ensure consistent monitoring and oversight of the functioning of arbitrage and liquidity.

Under this proposal, an ETF manager would monitor and assess the effectiveness of arbitrage and liquidity provision for their ETF. This oversight would help verify that the manager's arrangements to facilitate arbitrage serve to maintain secondary market trading at prices that are aligned with the ETF's underlying value. In addition, we contemplate that the ETF manager would specifically monitor arbitrage and liquidity provision by APs and any dealers with whom they made arrangements for liquidity provision (whether formal or informal). This oversight will also enable ETF managers to take appropriate action if quotations and trading do not reflect their expectations based on their design of the ETF, including the arrangements they established to facilitate arbitrage.<sup>39</sup>

We propose that the policies and procedures:

- set out the ETF manager's process for assessing the effectiveness of arbitrage and liquidity provision on the secondary market. This would include processes to monitor the participation of the designated broker and APs (and any other dealers with whom the ETF manager has made arrangements for liquidity provision) and whether their activity is consistent with the arrangements for liquidity provision and arbitrage made between each dealer and the ETF manager, and
- specify the metrics that the ETF manager monitors for assessing arbitrage effectiveness and liquidity, and include parameters for the metrics. The metrics would include the daily premium/discount to NAV and daily bid-ask spread.

We believe that our proposal offers ETF managers flexibility to use different means for monitoring. For example, ETF managers may monitor based on real-time data or periodic reviews of secondary market activity, with sufficient frequency to ensure effective oversight. ETF managers may have different internal methodologies to assess arbitrage and liquidity. ETF managers may seek to understand the liquidity provision processes of the designated broker and APs to ensure effective monitoring. The proposal in paragraph (ii) above would require the policies and procedures to specify:

<sup>38</sup> IOSCO ETF Good Practices (pp.31-32).

<sup>39</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.101).

-18-

(a) any metrics that the ETF manager monitors in addition to daily premiums/discounts to NAV and daily bid-ask spreads, such as market depth, AP participation in daily continuous trading, or any intraday comparisons of market price and the ETF's underlying value, and

(b) specific parameters for the metrics. Parameters may consist of relative measures based on comparisons with ETFs in the same category or expected value ranges, having regard to the ETF's arrangements with APs for conducting arbitrage and providing liquidity, the ETF's investment objectives and strategies (incorporating historical ranges for the market segments the ETF invests in), NAV calculation policies and other factors that may affect arbitrage.

Metrics falling outside the ETF manager's parameters consistently would warrant consideration of whether adjustments should be made to the ETF (such as its AP arrangements) to ensure close alignment of the market price to the underlying value.

**Consultation Questions:**

10. Does the proposed policies and procedures requirement offer sufficient flexibility for ETF manager monitoring?
11. Should the policies and procedures include other specific metrics that should be monitored? In addition to bid-ask spreads and premiums/discounts to NAV, what metrics should be required to be monitored?
12. Do ETF managers make arrangements for liquidity provision with dealers that are not APs?
13. Would disclosing the ETF manager's parameters on the ETF's website provide context for investors and help them evaluate the trading information proposed to be disclosed on the ETF's website under subsection III.B.1?

**C. AP Arrangements**

As discussed above in subsection II.A.1, APs have a crucial role in the operation of ETFs. They are the only market participants that are authorized by the ETF manager to create and redeem units with the ETF, which allows them to adjust the supply of ETF units in response to market demand. A robust primary market which allows for the effective creation and redemption of units is important for effective arbitrage. In addition to their role in the primary market, APs are typically also important liquidity providers for ETFs on the secondary market.

**1. Disclosure of AP Arrangements**

APs are important for the functioning of ETFs, but there is currently little information about an ETF's arrangements with its APs. ETF prospectuses typically disclose that only authorized dealers who have entered into an agreement with the ETF manager to create or redeem units may do so. ETFs do not disclose the identity of their APs in the prospectus. As discussed in subsection II.A.1, APs usually enter into an agreement referred to as a CDDA with the ETF manager. Currently, ETFs do not file a CDDA as a "material contract" (as defined in *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements (Regulation 41-101)*) under s.9.3(1) of Regulation 41-101, and the terms of the CDDA are not disclosed in the prospectus. Due to this information gap, investors may be unaware of the terms and risks associated with AP arrangements; for example, how many APs the ETF has, and whether the AP group is diverse

-19-

with APs having varying costs and constraints, or whether the AP group is relatively homogenous.<sup>40</sup>

Given the important role of APs, we propose that ETFs provide transparency regarding their arrangements with dealers to act as APs. First, we propose that an ETF be required to enter into a written agreement with each dealer it authorizes to create and redeem ETF securities. We also contemplate introducing a definition of “authorized participant” in Regulation 81-102 as follows: an “authorized participant” means “a dealer that has entered into a written agreement with the ETF that allows the dealer to purchase and redeem a manager-prescribed number of units of the ETF”. These proposals aim to identify the entities eligible to transact directly with the ETF in the primary market and clarify which entities our proposals concerning the ETF’s arrangements with its AP(s) apply to.<sup>41</sup>

Second, we propose that an agreement between an AP and the ETF regarding the creation and redemption of ETF units be enumerated in the list of documents that are required to be filed with a prospectus under s.9.1(1)(a)(iv) of Regulation 41-101. The agreement would also be listed under the “Material Contracts” heading in the prospectus of the ETF, with particulars of the contract disclosed in the prospectus.<sup>42</sup> We understand that the designated broker typically has the ability to purchase and redeem units of the ETF to fulfil periodic cash subscription requests by the ETF manager and to support their market making activities, in addition to its duty to make a liquid market for the ETF. Given this, we believe that a designated broker also fits the proposed definition of “authorized participant”. Therefore, an agreement between the designated broker and the ETF manager would be a “material contract” as proposed. As a result, when providing particulars of the designated broker agreement, key terms (including any liquidity provision obligations) must be disclosed.

We believe that transparency regarding an ETF’s arrangements with its APs is important. For example, the affiliation of an AP with the ETF manager may influence investor expectations regarding the level of liquidity support that would be provided by the affiliated AP, even though there is no contractual obligation. Disclosing the key terms of AP agreements would help investors better understand the substance of an ETF’s arrangements with its APs.

**Consultation Questions:**

14. Is information regarding an ETF’s arrangements with its APs important for an investor’s evaluation of an ETF? If not, why not?
15. Would the proposal to include each agreement to act as an AP for the ETF as a document required to be filed with the prospectus and listed under the “Material Contracts” heading in the prospectus provide investors with useful information about the ETF’s arrangements with

<sup>40</sup> See, for example, Evgenii Gorbatikov and Taisiya Sikorskaya, Two APs are Better Than One: ETF Mispricing and Primary Market Participation (May 2022), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3923503](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3923503), discussing the relationship between the level of mispricing in US equity ETFs and the ETF’s AP network diversity.

<sup>41</sup> As discussed under subsection II.A.1, currently, a dealer that seeks to act as AP typically enters into a CDDA with the ETF or its manager. We do not expect that this proposal will involve any change to existing CDDAs, as a CDDA would be a written agreement that allows the dealer to purchase and redeem a manager-prescribed number of units of the ETF.

<sup>42</sup> See Item 31 of Form 41-101F2 *Information Required in an Investment Fund Prospectus* (including the accompanying Instructions thereunder) and section 9.3 of Regulation 41-101.

-20-

its APs? Are there other means of providing information regarding the ETF's arrangements with its APs?

16. Should an ETF's agreement with its designated broker be required to be filed with the ETF's prospectus as a required document under s.9.1(1)(a)(iv) of Regulation 41-101 and disclosed under Item 31 (Material Contracts) of Form 41-101F2 *Information Required in an Investment Fund Prospectus*?

## 2. Information Provided to APs Equally

Given the benefits of competition outlined in subsection II.A.3, the CSA considered ways to create a level playing field for APs in their arrangements with ETFs to encourage active participation and foster competition among them. We propose that ETF managers be required to provide the same information to facilitate liquidity provision and arbitrage to all APs at the same time and under the same conditions. This includes any information needed to determine the ETF's underlying value (such as portfolio holdings information) and information for the creation and redemption of units. If the ETF manager imposes restrictions on the use of this information, those restrictions must apply equally to all APs.

### **Consultation Question:**

17. Do ETF managers provide information to determine the ETF's underlying value and information for the creation and redemption of units to market participants other than APs (i.e., market participants that do not have a written agreement that authorizes them to create and redeem units) in order to foster a more diverse pool of potential arbitrageurs? If an ETF manager enters into agreements or arrangements with such other market participants, should the ETF manager also provide these participants with the same information for conducting arbitrage as is provided to APs, even though they are not authorized to create or redeem units?

## 3. Minimum Number of APs

As discussed in subsection II.A.3, having multiple APs supports an effective arbitrage mechanism. Having multiple APs could:

- *reduce concentration risk* – a robust creation and redemption mechanism is critical for arbitrage. Onboarding multiple APs that are available to deal in the ETF's units reduces the risk of not having any AP available to create and redeem units. During volatile market conditions, having a diverse set of APs with different risk appetites and constraints would also increase the likelihood that at least one AP will continue to maintain arbitrage
- *increase the potential for competition* – arranging for multiple APs to provide liquidity creates a competitive environment, helping to keep the market price of ETF units close to their underlying value.

The OSC ETF Study found that most ETFs have multiple APs. ETF managers typically contract with the same group of APs for all of their ETFs, but we understand that not all APs regularly

-21-

provide liquidity or create/redeem units for every ETF in the fund family.<sup>43</sup> Even though APs are not obligated to act in the primary or secondary market, most ETF managers seek multiple APs for their ETFs. As of December 2023, 71 ETFs (managed by 5 ETF managers), representing 8% of total ETFs, have only one AP.<sup>44</sup>

We considered whether ETFs should be required to have a minimum number of APs and what that minimum would be. Key considerations included:

- APs are generally not obligated to conduct arbitrage or provide liquidity within specified parameters. AP activity is dependent on the demand for the ETF, and adding more APs may not proportionally increase the benefits discussed above
- the OSC ETF Study found no relationship between the number of APs and bid-ask spreads, but there was some evidence that having more APs is correlated with smaller deviations from NAV for certain periods covered by the research.<sup>45</sup>

Given these considerations, it was not clear if a specific minimum number of APs would promote efficient arbitrage. Similarly, a specified number of APs may still pose concentration risks for some ETFs if there is no AP obligation to conduct arbitrage under all market conditions, including stressed conditions. Therefore, we focused on ETFs with one AP, as they could raise concerns about undue concentration risk and absence of competition in arbitrage and liquidity provision.

Despite AP activity depending on ETF demand and a second AP that may not always act regularly, we believe it could be beneficial for ETFs to avoid sole AP arrangements and contract with at least two APs for the following reasons:

- *increasing primary market resiliency* – relying on a single AP could be unduly risky. During times of market stress, an unexpected shock to an AP could render it unavailable to participate in the primary market. A second AP could increase the resiliency of the primary market, as there would be no delay in onboarding another AP if the first AP is unable to create or redeem units (i.e., there would be a second AP that has passed the ETF's due diligence review and can step in and transact readily)
- *promoting competitive behaviour* – the presence of a second AP, already onboarded by the ETF manager and capable of making markets for the ETF, could encourage the first AP to maintain tight bid-ask spreads and closely track the underlying value of the ETF to avoid losing trades. Promoting competitive behaviour may be particularly important for ETFs that do not publicly disclose portfolio information for arbitrage.<sup>46</sup> Without access to

<sup>43</sup> For example, an AP may choose to be active only in relation to ETFs that invest in markets where the AP has particular expertise.

<sup>44</sup> See OSC ETF Study (pp.8-9).

<sup>45</sup> See OSC ETF Study (pp.3 and 23).

<sup>46</sup> ETF managers have expressed the view that multiple AP arrangements reduce the possibility of APs unfairly benefitting from the portfolio holdings information that is disclosed only to APs, because competition for trades among the APs would narrow the quoted spread on the ETF's securities and bring the market price of the ETF's securities in line with their underlying value. See OSC Investment Funds Practitioner – *Portfolio Disclosure Practices of Exchange-Traded Funds* (December 2016), available at <https://www.osc.ca/en/industry/investment-funds-and-structured-products/ifsp-enews/portfolio-disclosure-practices-exchange-traded-funds> (OSC IF Practitioner).

-22-

portfolio information, it may be difficult and less likely for informal liquidity providers (who do not have an agreement with the ETF) to compete in market making, raising concerns about a sole AP having an information advantage (see the discussion in section III.D below)

- *avoiding exclusive arrangements* – it is unclear whether the ETFs that have one AP have exclusive arrangements with one dealer. The IOSCO ETF Good Practices encourage avoiding exclusive arrangements if they may unduly affect the effectiveness of the arbitrage mechanism.<sup>47</sup> Contracting with at least two APs ensures that there is no de facto exclusive arrangement that may impact arbitrage effectiveness.

While having two APs may still pose concentration risks, a two AP minimum could alleviate concerns regarding exclusive arrangements. However, newly launched ETFs with lower asset levels or ETFs investing in assets that trade in specialized markets may encounter challenges in contracting with a second AP, potentially hindering the introduction of innovative funds. We seek feedback to better understand the benefits and disadvantages of an ETF having at least two APs.

#### **Consultation Questions:**

18. Does having only one AP pose undue risk for the primary market? Are there obstacles for ETFs to contract with at least two APs?
19. Would the presence of a second AP (and therefore, the potential for competition) help mitigate concerns associated with a single AP potentially not maintaining efficient arbitrage to align the market price of the ETF closely to the underlying value? Is this concern more significant for ETFs that do not disclose daily portfolio information to the public, making it less likely for non-AP dealers to provide liquidity? Are there other ways for the ETF manager to ensure that a sole AP maintains efficient arbitrage?
20. If an ETF has only one AP due to specific obstacles in contracting with more APs, should exclusive arrangements with the AP be prohibited, thereby making it possible for the ETF to contract with additional APs once the obstacles do not exist? What benefits would an exclusive arrangement (or de facto exclusive arrangement) provide for the ETF and its investors that would outweigh the risks of limiting primary market access (and potentially, liquidity provision, for certain ETFs) to only one AP?
21. If an ETF only has one AP, should the name of the AP be prominently disclosed in the prospectus or ETF facts document, for example, under Items 14 (Purchases) and 15 (Redemptions) of Form 41-101F2 and under Item 2, Part I of Form 41-101F4 (Quick Facts table), to inform investors of the ETF's reliance on the sole AP?

#### **D. Disclosure of Portfolio Information for Arbitrage and to the Public**

As outlined in subsection II.C, APs and other liquidity providers use information about the ETF's portfolio to value an ETF (**valuation information**) to identify arbitrage opportunities and to construct hedges for their market positions. Without sufficient information about the ETF's portfolio to allow APs to quantify the risks of their positions in the ETF and to hedge efficiently,

<sup>47</sup> See IOSCO ETF Good Practices (p.33).

APs may widen bid-ask spreads or require a larger difference between the market price of ETF units and the underlying value before engaging in arbitrage.

Generally, daily public disclosure of full portfolio holdings is associated with facilitating robust arbitrage, enabling APs and other liquidity providers to value the ETF's portfolio holdings continuously and thereby identify arbitrage opportunities, and construct efficient hedges.<sup>48</sup> This practice also makes the same information available to all ETF investors and market participants. However, managers of active ETFs<sup>49</sup> may be concerned that public disclosure of full daily holdings could allow others to discern their proprietary investment strategies and reverse engineer their strategies, free-riding on their investment research. As well, some ETF managers (including managers of index-based ETFs) are concerned that other market participants that can see what their ETF is buying or selling daily can anticipate their trades and trade ahead of the ETF (similar to frontrunning),<sup>50</sup> reducing investment returns.

In this subsection, we discuss: (a) whether an ETF should be required to provide specific valuation information to facilitate arbitrage; and (b) whether an ETF should be required to make the valuation information available to all market participants for the trading day by disclosing the information on its website. We also discuss our proposal for ETFs to clarify the information they disclose for arbitrage and the information they disclose to the public on their websites.

## 1. Type of Valuation Information

While all ETF managers seek to facilitate arbitrage, ETF managers currently provide varying levels of portfolio information. This can include full daily portfolio holdings or the component securities that make up the creation and redemption baskets.<sup>51</sup> We considered whether it was necessary to prescribe the type of valuation information to facilitate arbitrage and concluded that no requirement is necessary, because:

- ETF managers have a strong interest in providing sufficient valuation information to facilitate effective arbitrage. Without it, APs would be less willing to participate actively in market making as they face higher risks and uncertainties. An ETF would likely exhibit wider bid-ask spreads or larger divergence from NAV compared to its peers, making it less attractive to investors. The OSC ETF Study, which included a review of the quoted spreads and deviations from NAV of ETFs from 2020-2023, found that overall, spreads were low and average deviations from NAV were small,<sup>52</sup> suggesting that ETF managers have effectively determined the necessary information to facilitate effective arbitrage despite the absence of mandated valuation information for arbitrage
- investors will be able to assess the functioning of the arbitrage mechanism and compare across ETFs under our proposal in subsection III.B.1 for an ETF to disclose

<sup>48</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.23).

<sup>49</sup> Active ETFs do not seek to replicate the performance of an index, and do not seek to construct their portfolio in accordance with disclosed rules (e.g., holding an equally weighted portfolio selected in accordance with specified rules).

<sup>50</sup> As this type of trading ahead of anticipated trades is similar to front-running, we use this term in our discussion.

<sup>51</sup> We consider creation and redemption baskets to be portfolio information because the components in the baskets are either included in the ETF's portfolio or will be accepted by the ETF.

<sup>52</sup> OSC ETF Study (pp.13-18).

-24-

certain metrics on its website. Further, ETF managers must monitor the effectiveness of arbitrage and liquidity for their ETFs, as proposed under subsection III.B.2, to enable them to take action if their expected parameters are not met.

Depending on the investment strategies offered and the perceived risks of reverse-engineering and free-riding, ETF managers may, in the future, decide to provide other information for valuation (for example, providing varying levels of transparency of the ETF's portfolio).<sup>53</sup> Regardless of the type of valuation information provided for arbitrage, we believe that ETF managers have a strong market incentive to provide sufficient information to promote active AP participation and support effective arbitrage. In addition, our proposal for the disclosure of specific metrics to help investors evaluate the effectiveness of arbitrage will further encourage ETF managers to establish robust arrangements to facilitate efficient arbitrage, including providing information that allows for the accurate valuation of their ETFs.

## 2. Disclosure of Valuation Information

The CSA also considered whether ETFs should publicly disclose valuation information on their websites, or if ETFs could choose to share it only with APs for arbitrage purposes.<sup>54</sup> Our view is that:

- requiring public disclosure of valuation information does not appear to be necessary. An ETF can decide whether to share valuation information solely to facilitate arbitrage, or make the information available to the public on its website; and
- an ETF should adopt policies and procedures governing the disclosure of portfolio information. The ETF should also disclose what information it shares about its portfolio for the purpose of arbitrage and for informing the public, and specifically, whether it discloses full daily portfolio holdings on its website.

The ETF industry began with the offering of passive, index-based ETFs. These early ETFs sought to replicate the performance of widely-recognized, broad market indices with publicly available compositions. Without proprietary strategies and with lower portfolio turnover, providing full portfolio holdings transparency daily to the public was common practice. This transparency allowed APs and other liquidity providers to use the holdings information for valuing the ETFs for arbitrage purposes, while also enabling investors to see the daily investment exposure. The popularity of passive ETFs may be attributed in part to this daily portfolio transparency that distinguished them from traditional mutual funds.

As discussed in section I, the Canadian ETF market has evolved significantly, introducing a variety of newer products that track fundamental indexes and bespoke indexes and offer exposure to different asset classes. Increasingly, investment fund managers are using the ETF structure to offer active strategies, seeking to use their investment research and analysis in products that have an investment objective of outperforming a benchmark index or providing absolute returns. These ETFs offer active portfolio management services with the benefits of the ETF structure, such as intraday trading, cost efficiency, and the ability to pass transaction costs

<sup>53</sup> For example, adopting the "semi-transparent" disclosure models introduced in the U.S. after receiving exemptive relief from the U.S. regulator in 2019.

<sup>54</sup> See consultation question 17 seeking feedback on other arrangements with entities that are not APs to conduct arbitrage and provide liquidity.

-25-

relating to buying and selling (fund entry and exit) to the investors who engage in these transactions (rather than having the fund bear these costs). The industry continues to innovate, offering active ETFs that provide investors with a broader range of strategies and opportunities beyond index-based ETFs.

ETF managers mitigate the risks of free-riding and front-running in different ways, balancing perceived risks to themselves and their funds with market-driven factors, including investor needs and preferences for portfolio information. Most index-based ETFs, having fewer concerns about free-riding, disclose their portfolio daily by posting all their current holdings daily on their website.<sup>55</sup>

In contrast, managers of active ETFs who are highly concerned about free-riding and front-running do not disclose their current portfolio holdings daily to the public. They typically provide full daily holdings to APs under confidentiality provisions and restrict the use of the information to market making. Some active ETF managers are of the view that investors have different information needs and abilities compared to APs. These managers believe that their investors are more concerned with the identity of the portfolio manager and the investment objectives, strategies and performance of the ETF, rather than daily holdings.<sup>56</sup>

Other ETF managers, including those managing index-based and active ETFs, disclose valuation information other than full daily portfolio holdings to their APs (such as creation and redemption baskets), and also do not make such valuation information available to the public for the same trading day. They are concerned that disclosing full daily holdings could allow free-riding or expose their ETFs to front-running risks. As well, they believe that valuation information is needed for arbitrage and is not used by their target investors.<sup>57</sup>

Based on our review of a sample of ETF websites, ETFs that do not publicly disclose full daily holdings typically provide other information on their website regarding their portfolio, such as:

- full portfolio holdings or partial holdings (e.g., top 10 holdings) as of the last day of each month with a 30 or 60 day delay, and/or
- summary characteristics of the portfolio that provide a snapshot of the market exposure provided by the ETF, similar to the portfolio information provided on an aggregate basis in the summary of investment portfolio in the management report of fund performance (e.g., industry sector or geographic allocation, aggregate price/earnings ratio of the portfolio holdings, or in the case of fixed income ETFs, duration and credit quality, etc.). This information is typically updated periodically (e.g., monthly).

Information sharing practices that do not make the same information equally available to all market participants can lead to concerns about information asymmetry, as there is a potential for APs that receive valuation information from an ETF to have an unfair information advantage. The CSA considered whether ETFs should publicly disclose their portfolio holdings or other valuation information to address this asymmetry. After weighing the factors below, our view is that public disclosure should not be required:

---

<sup>55</sup> See OSC ETF Study (pp.9-10).

<sup>56</sup> See OSC IF Practitioner at footnote 46.

<sup>57</sup> See OSC IF Practitioner at footnote 46.

-26-

- *investor use of valuation information* – while ETFs have provided daily portfolio holdings information and other valuation information to the public, enabling investors to assess the ETF's investment exposure, most investors do not use the information daily and do not have the capability to use valuation information in the same way as dealers that are conducting arbitrage and providing liquidity. Therefore, making valuation information available to the public for the trading day may not effectively address information asymmetry concerns
- *arbitrage efficiency* – a key risk of information asymmetry in this context is that APs may not make markets for the ETF as efficiently, in the same way that they would if the information were publicly disclosed. For example, they may have opportunities to widen the gap between quoted prices and the ETF's underlying value and quote wider spreads. This risk may be elevated if the ETF has only one AP, potentially distorting ETF pricing and allowing the AP to set intraday prices that are not closely linked to the ETF's underlying value. However, most ETFs have multiple APs,<sup>58</sup> and the OSC ETF Study found that public disclosure of full daily portfolio holdings was not associated with quoted spreads or deviations from NAV,<sup>59</sup> suggesting that market making is not different whether an ETF publicly discloses daily portfolio holdings or not
- *attracting liquidity provision* – ETFs that do not make valuation information public, and particularly ETFs that do not seek to replicate the performance of a widely-recognized index, may be less likely to attract other dealers (who do not have the same information as APs) to compete in arbitrage and liquidity provision. However, most ETFs appear to have made appropriate arrangements for dealers to support arbitrage, as indicated by the small average deviations to NAV and narrow average spreads in the market, even for ETFs that do not publicly disclose valuation information<sup>60</sup>
- *supporting availability of diverse ETFs* – allowing ETF managers to provide valuation information to APs without publicly disclosing this information helps ETF managers manage the risks of front-running and free-riding, which are of particular concern for active ETFs. Requiring public disclosure so that all market participants receive the same information (including investors that do not conduct arbitrage and do not use the information for valuation) may discourage the offering of active ETFs, reducing product choices for investors
- *risks of asymmetry can be addressed* – we are also of the view that, collectively, the proposals discussed in the Consultation Paper address the risks of information asymmetry, as outlined in subsection III.D.5 below.

As long as the risks of information asymmetry can be addressed and provided that arbitrage can be maintained effectively to align market prices closely with the ETF's underlying value and narrow spreads, we believe that ETF managers should be permitted to continue their current disclosure practices and choose whether to disclose valuation information publicly. This approach supports the availability of active strategies in the ETF market, increasing investment choices and benefitting investors.

<sup>58</sup> We also seek feedback on a requirement to have a minimum of 2 APs in subsection III.C.3.

<sup>59</sup> See OSC ETF Study (pp.23, 29-30).

<sup>60</sup> See OSC ETF Study (pp.32-33).

-27-

### 3. Policies and Procedures for Disclosure of Portfolio Information

Given the history and development of the ETF market, we think investors consider the availability of information about an ETF's portfolio holdings to be an important feature of an ETF. As well, the valuation information that is provided for arbitrage purposes is critical for an ETF's operations. The CSA propose that an ETF be required to:

(a) establish, maintain and follow written policies and procedures governing the disclosure of portfolio information to:

- facilitate arbitrage
- inform the public; and

(b) disclose key elements of these policies and procedures in its prospectus and on its website (as discussed further below under "4. Disclosure of Policies and Procedures").

We propose that the policies and procedures specify the following:

- *portfolio information for arbitrage* – the portfolio information the ETF provides to APs (and other liquidity providers, if applicable) for valuation to facilitate arbitrage, including how frequently this information is provided and the recipients of the information
- *conditions and restrictions* – any conditions or restrictions that apply to the use of the valuation information, including any requirement that the information be kept confidential or any restrictions on trading based on the information
- *portfolio information for the public* – the portfolio information the ETF provides to the public on its website, including how frequently this information is provided and any delay between the date of the information and the date it is provided
- *process for providing information* – the process for providing information to APs and on the ETF's website
- *equal access for APs* – the procedures for ensuring that the same information is provided to all APs at the same time and under the same conditions (as proposed in subsection III.C.2).

As we propose giving ETFs flexibility in sharing portfolio information, implementing procedures and controls is intended to help ensure that the information is shared consistently in accordance with the ETF's policies. ETF managers may face conflicts of interest in the sharing of portfolio information. Robust policies and procedures to ensure that portfolio information disclosures are transparent and in the best interests of investors will help manage these conflicts. In addition to providing transparency about its policies (as proposed below), the ETF manager should consider whether its policies for sharing portfolio information may be a "conflict of interest matter" (as defined in *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds*) that requires review by the ETF's independent review committee.

Establishing these policies and procedures will also strengthen compliance with the proposed disclosure requirements in the ETF's prospectus and website outlined below regarding the sharing of portfolio information. We believe that providing this disclosure would help to address asymmetry risks where portfolio information shared with APs is not provided to investors concurrently.

-28-

#### 4. Disclosure of Policies and Procedures

Due to the range of practices on portfolio information disclosure, the CSA believe there is a gap in investor understanding of: (a) whether current daily portfolio holdings information is available to the public, and if not, what information about the ETF's portfolio is available, and (b) the type of valuation information provided to facilitate arbitrage, which may not be publicly disclosed.

To address this gap, the CSA propose that the ETF's prospectus and website: (a) clarify whether the ETF provides current daily portfolio holdings to the public, and (b) disclose key elements of the ETF's policies for disclosing portfolio information for arbitrage and to the public (the **Portfolio Information Disclosure Policy**).

First, we propose that an ETF disclose any portfolio information to the public by posting the information on its website, rather than disclosing it through other means or ahead to certain investors (such as making the information available upon request). Additionally, we propose that the following information be provided under the heading "Portfolio Information Disclosure Policy" on the ETF's website and in the prospectus:

- a. Under the sub-heading "Portfolio Holdings Information Available on our Website":
  - i. state whether the ETF is a "daily transparent ETF" that provides all of its current portfolio holdings daily on its designated website. We propose to define "daily transparent ETF" as an ETF that: (a) makes available to the public, before the opening of regular trading on the listing exchange for the ETF's securities on a given day, all of the portfolio holdings that will be used to calculate NAV on that day, by posting such information on a "designated website";<sup>61</sup> and (b) does not make available the information referred to in (a) to any market participant before posting the information on the designated website.
  - ii. If the ETF is not a "daily transparent ETF", disclose:
    - 1) the portfolio information that the ETF provides to the public on its designated website, including how frequently this information is provided and any delay between the date of the information and the date it is provided;<sup>62</sup> and
    - 2) whether the ETF provides portfolio information other than the information disclosed on its designated website daily to facilitate arbitrage, as described under the sub-heading "Information Provided for Valuing the ETF".
- b. Under the sub-heading "Information Provided for Valuing the ETF":

<sup>61</sup> See Regulation 81-106 for the definition of "designated website".

<sup>62</sup> For example, information provided on the ETF's website may consist of a summary of the full portfolio based on different characteristics, similar to the summary provided in the ETF's management report of fund performance (such as a geographic or industry exposure, market capitalizations, etc.) as of the last day of each month that is updated 10 days after the last day of the month, full portfolio holdings as of the end of each month that are updated 15 days after the last day of the month, top 10 current portfolio holdings that are disclosed daily, etc.

-29-

- i. If the ETF is a “daily transparent ETF”, state that the full portfolio holdings information available on the ETF’s designated website can be used for valuing the ETF to facilitate arbitrage and liquidity provision.<sup>63</sup>
- ii. If the ETF is not a “daily transparent ETF”:
  - 1) state whether full daily portfolio holdings are provided to other entities. If other portfolio information is provided for valuing the ETF to facilitate arbitrage and liquidity provision, describe the information that the ETF provides, including how frequently the information is provided;
  - 2) describe the ETF’s process for providing the valuation information;
  - 3) state whether any conditions or restrictions apply to the use of the valuation information, including any requirement that the information be kept confidential or any restrictions on trading based on the information;
  - 4) disclose the recipients of the valuation information<sup>64</sup>; and
  - 5) disclose the rationale for not making the information in subsection 1) available on the ETF’s website.

We proposed that the above information regarding an ETF’s Portfolio Holdings Disclosure Policy be provided in the ETF’s prospectus and on its website, as we believe that investors access ETF websites to obtain information regarding ETFs.

## 5. Addressing Information Asymmetry Concerns

The CSA believe that our proposals to enhance the ETF framework, collectively, also mitigate concerns regarding ETF managers disclosing portfolio information only to APs for arbitrage:

- *disclosing trading metrics on ETF website (see subsection III.B.1)* – by disclosing historical spreads and deviations from NAV on the ETF’s website, investors will be able to assess how well the ETF manager’s arrangements facilitate arbitrage and maintain narrow spreads. We believe this disclosure is critical because ETF managers have flexibility to implement various arrangements to facilitate arbitrage, including providing different levels of valuation information and disclosing the information only to APs, and contracting with a diverse group of APs

<sup>63</sup> The definition of “daily transparent ETF” is intended to describe ETFs that provide full daily portfolio holdings to the public on the ETF’s website before the opening of each trading day, without disclosing such information ahead to any market participants (including APs). We understand that ETF managers may provide portfolio holdings information directly to APs through other arrangements before the opening of each trading day (such as through file transfers), but do not believe the different ways of providing daily portfolio holdings information for each trading day pose concerns and therefore, we do not propose that the different information provision arrangements be required to be disclosed in the prospectus or on the ETF’s website for a “daily transparent ETF”.

<sup>64</sup> For example, the valuation information is provided to APs only.

-30-

- *ETF manager monitoring of arbitrage (see subsection III.B.2)* – monitoring whether the arbitrage mechanism is functioning as expected by the ETF manager will increase oversight of the arrangements for arbitrage implemented and enable the ETF manager to (i) assess the reasons for significant deviations from expected parameters (which may result in adjustments to reduce the deviations), and (ii) address the deviations with APs
- *fostering competition in arbitrage and liquidity provision (see subsections III.A and III.C)* – competition among APs (and other liquidity providers) contributes to efficient arbitrage. We proposed ways to level the playing field for APs in their interactions with the ETF (including adopting policies and procedures to promote consistency in primary market processes and providing valuation information to APs on an equal basis) and seek feedback on a requirement for ETFs to have at least 2 APs to avoid a single AP having exclusive access to valuation information. Further, we proposed that AP arrangements be disclosed to enhance transparency, allowing investors to see if the ETF manager has established arrangements that promote competition
- *providing transparency regarding the ETF's Portfolio Information Disclosure Policy (see subsection III.D.4)* – providing transparency regarding the portfolio information shared by an ETF will help investors determine if the ETF is suitable for their needs. In particular, the disclosure proposed in subsection III.D.4 will clarify whether the full daily portfolio holdings of the ETF are made available to the public. Investors who require daily portfolio holdings transparency for their investment decisions will be able to select ETFs that provide this level of information. Investors concerned about an ETF's lack of daily public disclosure of current portfolio holdings or about additional portfolio information being disclosed to specific recipients for market making may decide not to invest in such ETFs.

#### **i) Other Measures Considered**

The CSA also considered whether there may be other measures that could address asymmetry concerns.

##### **a) Publication of an Indicative Net Asset Value (iNAV)**

Some jurisdictions require the publication of an iNAV. As discussed in the IOSCO ETF Good Practices, an iNAV is a real-time estimate of the intraday NAV of an ETF based on real-time market values of its underlying assets, and is often calculated by a third-party service provider. Jurisdictions that require an iNAV generally require that it be disseminated regularly (e.g., 15 or 60 second intervals) throughout the trading day and made available to all market participants.<sup>65</sup> iNAV is believed to serve as alternative information about an ETF's portfolio that could (a) facilitate secondary market trading for retail investors by providing a benchmark for the current portfolio value, and (b) potentially facilitate effective arbitrage.

However, the IOSCO ETF Good Practices also noted the potential shortcomings of an iNAV, including questions about the accuracy and reliability of iNAVs resulting from stale pricing (particularly with less liquid holdings and differences in time zones of the markets in which ETF

<sup>65</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.65).

holdings trade). We are concerned that an iNAV could be considered to represent the current value of an ETF even though underlying markets have moved, creating confusion for investors. We further understand that APs have historically not relied on an iNAV for valuing an ETF; therefore, it is not clear that this information would be useful to address asymmetry concerns. While, in some circumstances, an iNAV could provide information about the recent value of an ETF's portfolio, the CSA does not believe a requirement for all ETFs to publish an iNAV would uniformly help to reduce asymmetry risks.

### **b) Disclosure of Full Portfolio Holdings on a Less Frequent and/or Delayed Basis**

As discussed in the IOSCO ETF Good Practices, some jurisdictions allow ETFs to share portfolio information to APs without sharing it with the public concurrently. These jurisdictions often require ETFs to disclose their full portfolio holdings to the public on a less frequent, delayed basis.<sup>66</sup> For example, ETFs may be required to disclose their full portfolio holdings as of the end of each month, with a delay of up to 30 days. The CSA did not propose this disclosure approach because it is not clear that this approach effectively addresses information asymmetry.

While many Canadian ETFs provide daily portfolio holdings to the public, some do not have this disclosure policy. ETFs have balanced the need to provide sufficient information for valuation and arbitrage with the risks of front-running and free-riding, while also meeting investor expectations for up-to-date information regarding the ETF's portfolio. Considering the different factors that contribute to effective arbitrage, and that the industry has evolved to offer a range of ETFs that are supported by effective arbitrage, it appears that full daily portfolio holdings transparency may not be a fundamental, essential feature of an ETF. Instead, it may be a factor that investors consider when choosing ETFs, leading some ETFs to disclose their daily full holdings to the public for competitive reasons, despite the associated risks.

Therefore, we did not propose that ETFs be required to disclose specific portfolio information to the public, such as disclosing portfolio holdings on a less frequent or delayed basis. Instead, we propose that ETF managers be allowed to continue their current approach of considering the information needs and expectations of their target investors, and providing information accordingly. Under our proposal in subsection III.D.4, an ETF's Portfolio Information Disclosure Policy would be disclosed on its website and prospectus. An ETF may adopt policies that include providing delayed disclosure of full portfolio holdings on the ETF's website to help investors understand the ETF's investment exposure as of a previous date or identify the holdings that contributed to its performance.

#### **Consultation Questions:**

22. Should ETFs continue to be allowed to determine the type of valuation information they provide to facilitate the arbitrage mechanism? If not, what parameters for portfolio information would ensure that the valuation information provided can facilitate effective arbitrage that will promote close tracking of the market price of the ETF to the underlying value? For example, should there be a requirement to provide the portfolio holdings that make up a minimum percentage of the portfolio's value?

---

<sup>66</sup> IOSCO ETF Good Practices (p.24).

-32-

23. Do our proposals, as outlined in subsection III.D.5, sufficiently address the risks of information asymmetry? Are there additional measures that could further reduce these risks?
24. Do you agree that permitting ETFs to provide full portfolio holdings (or other valuation information) daily only to APs for market making purposes strikes an appropriate balance between offering investors more product choice and the potential risks of information asymmetry?
25. Do the proposed policies and procedures regarding an ETF's disclosure of portfolio information for valuation and its disclosure of portfolio information to the public outlined in subsection III.D.3 cover the key elements for portfolio information disclosure?
26. Would the proposed disclosure requirements regarding an ETF's Portfolio Holdings Disclosure Policy in the ETF's prospectus and website provide sufficient information about the public availability of information regarding the ETF's portfolio holdings and the portfolio information that it provides to facilitate arbitrage? Is there other information that would be helpful for an ETF to disclose about its Portfolio Information Disclosure Policy? Should the proposed disclosure be included in both the prospectus and the ETF's website?
27. Does the proposed defined term "daily transparent ETF" effectively convey to investors that such an ETF discloses its full portfolio holdings to the public daily?
28. Should ETFs be required to publish an iNAV and why? If yes, please provide estimates of costs for publishing an iNAV for a specified frequency (e.g., every 15 seconds).
29. Should ETFs be required to provide public disclosure of full portfolio holdings on a less frequent and/or delayed basis, such as at the end of each month, with a delay of no more than 30 days? Please specify the benefits and costs of any proposal for less frequent (e.g., weekly, monthly, etc.) and/or delayed public disclosure of full holdings, including details on the proposed frequency and delay.

#### **E. Offering an Exchange-Traded Series Together with Unlisted Series**

The CSA has observed an increase in funds that offer both exchange-traded series and unlisted series. The exchange-traded series, often referred to as "ETF series" or "Series ETF", are referable to the same pool of assets as conventional mutual fund units that are not listed on an exchange, appealing to a broader range of investors. The CSA has provided exemptive relief to facilitate the offering of exchange-traded series, allowing an exchange-traded series to be treated as if it were a fund that is separate from the assets attributable to the unlisted series.

An exchange-traded series may benefit from being part of a mutual fund that offers unlisted series. An existing mutual fund with substantial assets could reduce fixed costs for the exchange-traded series (e.g., marketing costs, audit costs, costs related to the independent review committee, etc.) and provide investment fund managers with an efficient way to launch an "ETF". The track record of the unlisted series may also help attract assets to the new exchange-traded series. The offering of both series could broaden distribution opportunities and attract a larger amount of assets, providing economies of scale for the fund.

The CSA considered the differences between investing in an exchange-traded series and an ETF that does not offer unlisted units (a **standalone ETF**) and whether conflicts of interests may arise between the two series. Potential differences associated with offering unlisted series together with exchange-traded series include:

-33-

- *portfolio transaction costs from investor entry and exit* – Unlisted series use cash for transacting with investors, and investors' purchases and redemptions of unlisted series may generate portfolio transaction costs. In contrast, exchange-traded series that transact with APs on an in-kind basis would be expected to have lower portfolio transaction costs, as such costs are borne by APs and passed on to transacting investors.<sup>67</sup> We observed that generally, the trading expense ratio of the exchange-traded series and of the unlisted series of existing funds presented in disclosure documents are the same, indicating that the same level of costs is allocated proportionately to both the exchange-traded series and unlisted series even if portfolio transaction costs may be lower for exchange-traded series. Investors in a standalone ETF would have the benefit of not being impacted by portfolio transaction costs arising from investor entry and exit
- *cash drag* – A fund offering both series may need to hold more cash to satisfy redemptions from unlisted series holders, as compared to a standalone ETF that transacts using in-kind securities
- *portfolio rebalancing costs* – A fund offering both series may not be able to use in-kind transactions to the same extent as a standalone ETF to rebalance its portfolios, resulting in higher portfolio transaction costs that are allocated to both series.

We seek feedback on the differences between investing in an exchange-traded series and a standalone ETF, and whether additional disclosure is needed to clarify the differences, including potential costs, risks (including conflicts of interests) and benefits. We also seek feedback on whether portfolio transaction costs related to unlisted series inflows and redemptions discussed above could be allocated solely to the unlisted series, as if the unlisted series were a separate fund.<sup>68</sup> A fund-on-fund structure where a mutual fund invests all of its assets in units of an underlying ETF and that buys and sells units of the underlying ETF in response to investor entry and exit would achieve a similar outcome, but may involve higher costs for operating two separate funds.

We observed that there are varying practices among investment fund managers regarding the switching of exchange-traded series units to unlisted series units. Most managers prohibit switches to or from the exchange-traded series to unlisted series, while others allow them. We believe that restricting switches to or from exchange-traded series units is consistent with the liquidity preferences of each group of investors. Additionally, during volatile market conditions, if exchange-traded series units were to trade at a significant discount to NAV, market participants would not have the opportunity to purchase these units, switch to unlisted series units, and redeem at NAV. We seek feedback on whether funds that offer both exchange-traded and unlisted series should be required to prohibit switches between the two series of units.

---

<sup>67</sup> See footnote 15.

<sup>68</sup> For example, where hedged and unhedged series units are offered by one fund, investment fund managers typically track the hedging instruments used in the currency hedged series and allocate currency hedging costs to the hedged series units only.

**Consultation Questions:**

30. Are there differences between investing in an exchange-traded series and a standalone ETF in addition to those discussed above? Please specify any additional benefits, costs or risks of investing in an exchange-traded series compared to a standalone ETF. Is there a potential for conflict of interest matters to arise in the management of an exchange-traded series and unlisted series within one fund, where the fund manager's actions could prioritize the interests of one series over the other?
31. Are there costs attributable only to unlisted series (such as costs attributable to purchases or redemptions of unlisted series, as discussed above) that are shared with the exchange-traded series? Could such costs be allocated only to the unlisted series to avoid impacting the exchange-traded series, such that the exchange-traded series would operate more similarly to a standalone ETF?
32. Is additional disclosure necessary to inform investors of the differences between investing in an exchange-traded series and a standalone ETF? Should this disclosure be included in the ETF facts document or only in the prospectus?
33. Should there be a restriction on switches to and from exchange-traded series? Should the restriction only apply to switches from exchange-traded series to unlisted series?

**F. Availability of Foreign ETFs**

As noted in subsection II.A.2, investors can access U.S.-listed ETFs through brokerage accounts with Canadian investment dealers, including full-service brokerages and discount brokers, even though U.S.-listed ETFs do not market directly in Canada. This access makes available a wide array of products, including U.S.-listed ETFs that may engage in strategies not permitted under Regulation 81-102. Investors can also purchase U.S.-listed ETFs that offer the same investment exposures as competing Canadian ETFs, such as passive exposure to U.S. and international market indexes. A significant portion of ETF assets held by Canadian investors are in U.S.-listed ETFs.<sup>69</sup>

Additionally, investors may have exposure to foreign ETFs through investment fund holdings. Regulation 81-102 prohibits publicly offered investment funds from investing in underlying funds that are not compliant with CSA fund regulations, preventing the indirect offering of non-compliant foreign investment funds in Canada.<sup>70</sup> However, Regulation 81-102 allows exemptions for "index participation units" (IPUs).<sup>71</sup> As defined in Regulation 81-102, an IPU is an index-based ETF that tracks the performance of a specified widely quoted market index and

<sup>69</sup> As of December 2024, U.S.-listed ETFs represented approximately \$108 billion or 25% of total ETF assets (Canadian and US-listed) held by Canadian retail investors. Data provided by ISS Market Intelligence, Investor Economics ETF and Index Funds Report 2024.

All rights in the information provided by Institutional Shareholder Services Canada Inc. and its affiliates (ISS) reside with ISSCI and/or its licensors. ISSCI makes no express or implied warranties of any kind and shall have no liability for any errors, omissions or interruptions in or in connection with any data provided by ISSCI.

<sup>70</sup> See subsections 2.5(2)(a) and (c) of Regulation 81-102.

<sup>71</sup> See subsection 2.5(3) of Regulation 81-102.

that is listed in Canada or the United States. When Regulation 81-102 was implemented, ETFs were relatively new investment vehicles and were mainly listed on Canadian and U.S. exchanges.

The exemption for IPU, along with the exemption from the concentration restriction in subsection 2.1(2)(d) of Regulation 81-102, allows ETFs to invest 100% of their assets in U.S.-listed index-based ETFs, often managed by an affiliated manager. This structure allows Canadian ETFs to feed assets into larger U.S.-listed ETFs, providing operational efficiencies. As assets grow, ETF managers may collapse the “feeder” structure and invest in the underlying securities in the reference index directly, balancing factors such as applicable tax considerations and operational and trading costs.

As ETFs represent an efficient and cost-effective way of achieving exposure to a wide range of markets and asset classes, investment fund managers have sought exemptive relief to invest in foreign ETFs beyond U.S.-listed IPU, including those managed by unaffiliated fund managers. Initially, relief allowed investment funds to invest up to 100% of net assets in foreign index-based ETFs listed outside the U.S., such as in Hong Kong and the UK.<sup>72</sup> The rationale was that these ETFs would qualify as IPU if listed in Canada or the U.S. and are subject to a regulatory regime comparable to that in Canada.

Over time, relief has been extended to allow investments in U.S. ETFs that: (a) are not IPU, as the reference index tracked by the U.S. ETFs may not be considered to be a widely recognized market index, or (b) are actively managed.<sup>73</sup> Initially, this relief was limited to 10% of net assets, but recently, ETFs have been granted relief to invest 100% of their net assets in related underlying active U.S. ETFs.<sup>74</sup>

Generally, relief has not been granted to allow investment funds to obtain exposure to foreign ETFs that engage in strategies not permitted under Regulation 81-102. However, investors can directly buy U.S.-listed ETFs that may engage in non-81-102 compliant strategies through their brokerage accounts.

The CSA seeks stakeholder views on the availability of foreign ETFs to the public, both directly through brokerage accounts and indirectly through publicly offered investment funds.

### **Consultation Questions:**

<sup>72</sup> See, for example, *In the Matter of Horizons ETFs Management (Canada) Inc.* dated July 24, 2015, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/horizons-etfs-management-canada-inc-2>, *In the Matter of BMO Investments Inc.* dated September 18, 2015, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/bmo-investments-inc-8> and *In the Matter of CI Investments Inc.* dated February 28, 2020, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/ci-investments-inc-4>.

<sup>73</sup> See, for example, *In the Matter of AGF Investments Inc.* dated November 2, 2016, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/agf-investments-inc-4> and *In the Matter of TD Asset Management Inc.* dated May 27, 2016, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/td-asset-management-inc-5>.

<sup>74</sup> See *In the Matter of FT Portfolios Canada Co.* dated September 11, 2024, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/ft-portfolios-canada-co-4> and *In the Matter of JP Morgan Asset Management (Canada) Inc.* dated September 11, 2024, available at <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/ip-morgan-asset-management-canada-inc>.

-36-

34. Please provide your views on the availability of foreign ETFs for investors through brokerage accounts and through holdings by investment funds subject to Regulation 81-102.
35. Are there any additional measures that would be beneficial for investors in their consideration of investments in foreign ETFs in comparison to investments in Canadian ETFs?

## G. Rule Amendments to Implement Proposals

After receiving feedback on our proposals, in the areas where we conclude rules are necessary, the CSA will publish draft rules or rule amendments for comment following the CSA's usual public comment process. We anticipate that any new requirements would be added by amending existing investment fund rules such as Regulation 81-102 and Regulation 81-106. For example, if implemented, the requirement for policies and procedures for creations and redemptions would be added to Regulation 81-102 and the website disclosure of key metrics would be added to Regulation 81-106.

### Comments and Submissions

We invite participants to provide input on the issues outlined in this public consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The consultation period expires **October 17, 2025**.

Certain CSA regulators require publication of the written comments received during the comment period. We will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)), the Ontario Securities Commission ([www.osc.ca](http://www.osc.ca)), and the Alberta Securities Commission ([www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)). Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Please submit your comments in writing on or before **October 17, 2025**.

Address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
 Manitoba Securities Commission  
 Ontario Securities Commission  
 Autorité des marchés financiers  
 Financial and Consumer Services Commission, New Brunswick  
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Office of the Superintendent of Securities, Service NL  
 Northwest Territories Office of the Superintendent of Securities  
 Office of the Yukon Superintendent of Securities  
 Nunavut Securities Office

Deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA regulators.

-37-

Me Philippe Lebel  
 Corporate Secretary and Executive Director, Legal Affairs  
 Autorité des marchés financiers  
 Place de la Cité, tour PwC  
 2640, boulevard Laurier, bureau 400  
 Québec (Québec) G1V 5C1  
 Fax: 514 864-8381  
[consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

The Secretary  
 Ontario Securities Commission  
 20 Queen Street West  
 19th Floor, Box 55  
 Toronto, Ontario M5H 3S8  
 Fax: 416 593-2318  
[comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

### Questions

Please refer your questions to any of the following:

#### *Autorité des marchés financiers*

Philippe Lessard  
 Analyst, Investment Products Oversight  
 Autorité des marchés financiers  
 Tel: 514 395-0337, ext. 4364  
 Email: [philippe.lessard@lautorite.qc.ca](mailto:philippe.lessard@lautorite.qc.ca)

Laurence Brien-Roch  
 Senior Analyst, Investment Products  
 Oversight  
 Autorité des marchés financiers  
 Tel: 514 395-0337, ext. 4483  
 Email: [laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca](mailto:laurence.brien-roch@lautorite.qc.ca)

#### *British Columbia Securities Commission*

James Leong  
 Senior Legal Counsel  
 British Columbia Securities Commission  
 Tel: 604 899-6681  
 Email: [jleong@bcsc.bc.ca](mailto:jleong@bcsc.bc.ca)

Michael Wong  
 Senior Securities Analyst, Corporate Finance  
 British Columbia Securities Commission  
 Tel: 604 899-6852  
 Email: [mpwong@bcsc.bc.ca](mailto:mpwong@bcsc.bc.ca)

#### *Alberta Securities Commission*

Melissa Yeh  
 Legal Counsel, Corporate Finance  
 Alberta Securities Commission  
 Tel: 403 355-4181  
 Email: [melissa.yeh@asc.ca](mailto:melissa.yeh@asc.ca)

Chad Conrad  
 Senior Legal Counsel, Investment Funds  
 Alberta Securities Commission  
 Tel: 403 297-4295  
 Email: [chad.conrad@asc.ca](mailto:chad.conrad@asc.ca)

*Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan*

Heather Kuchuran  
 Director, Corporate Finance  
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
 Tel: 306 787-1009  
 Email: [heather.kuchuran@gov.sk.ca](mailto:heather.kuchuran@gov.sk.ca)

*Manitoba Securities Commission*

Patrick Weeks  
 Deputy Director, Corporate Finance  
 Manitoba Financial Services Agency  
 Manitoba Securities Commission  
 Tel: 204 945-3326  
 Email: [patrick.weeks@gov.mb.ca](mailto:patrick.weeks@gov.mb.ca)

*Ontario Securities Commission*

Stephen Paglia  
 Vice President, Investment Management  
 Division  
 Ontario Securities Commission  
 Tel: 416 593-2393  
 Email: [spaglia@osc.gov.on.ca](mailto:spaglia@osc.gov.on.ca)

Pei-Ching Huang  
 Senior Legal Counsel, Investment  
 Management Division  
 Ontario Securities Commission  
 Tel: 416 593-8264  
 Email: [phuang@osc.gov.on.ca](mailto:phuang@osc.gov.on.ca)

*Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)*

Ray Burke  
 Manager, Corporate Finance  
 Financial and Consumer Services Commission  
 Tel: 506 643-7435  
 Email: [ray.burke@fcnb.ca](mailto:ray.burke@fcnb.ca)

*Nova Scotia Securities Commission*

Jack Jiang  
 Securities Analyst  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Tel: 902 424-7059  
 Email: [jack.jiang@novascotia.ca](mailto:jack.jiang@novascotia.ca)

Peter Lamey  
 Legal Analyst  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Tel: 902 424-7630  
 Email: [peter.lamey@novascotia.ca](mailto:peter.lamey@novascotia.ca)

## 6.2.2 Publication

### **Modification de certains règlements et de certaines instructions générales portant sur la catégorie supérieure de la Bourse des valeurs canadiennes, les nouvelles dénominations Cboe Canada Inc. et AQSE Growth Market ainsi que les obligations relatives au vote majoritaire par procuration**

L'Autorité des marchés financiers publie le texte révisé, en versions française et anglaise, des règlements suivants :

- *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;*
- *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*
- *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus;*
- *Règlement modifiant le Règlement 45-513 sur la dispense de prospectus pour placement de titres auprès de porteurs existants;*
- *Règlement modifiant l'Instruction canadienne 46-201, Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne;*
- *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *Règlement modifiant le Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains;*
- *Règlement modifiant le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs;*
- *Règlement modifiant le Règlement 52-110 sur le comité d'audit;*
- *Règlement modifiant le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance;*
- *Règlement modifiant le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières;*
- *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;*
- *Règlement modifiant le Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers;*
- *Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif.*

Vous trouverez également ci-joint au présent bulletin, les textes révisés, en versions française et anglaise, des instructions générales suivantes :

- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*

- Modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs.*

Au Québec, les règlements seront pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et seront approuvés, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Les règlements entreront en vigueur à la date de leur publication à la *Gazette officielle du Québec* ou à une date ultérieure qu'ils indiquent, tandis que les instructions générales seront adoptées sous forme d'instruction et prendront effet de façon concomitante à l'entrée en vigueur des règlements.

#### **Renseignements additionnels**

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Déborah Koualé-Bénimé  
Analyste expert à la réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4383  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca](mailto:deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca)

Najla Sebaai  
Analyste expert à la réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4398  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[najla.sebaai@lautorite.qc.ca](mailto:najla.sebaai@lautorite.qc.ca)

**Le 19 juin 2025**

**Avis de publication des ACVM**  
*Modification de certains règlements et de certaines instructions générales portant sur la catégorie supérieure de la Bourse des valeurs canadiennes, les nouvelles dénominations Cboe Canada Inc. et AQSE Growth Market ainsi que les obligations relatives au vote majoritaire par procuration*

**Le 19 juin 2025**

**Introduction**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient la version définitive des modifications apportées aux textes suivants :

- le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;
- le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;
- le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus;
- le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (le **Règlement 51-102**);
- le Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains;
- le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs;
- le Règlement 52-110 sur le comité d'audit;
- le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance;
- le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières;
- le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;
- le Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers;
- le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif;

(collectivement, les **modifications des règlements**).

Elles publient également la version définitive des modifications apportées aux textes suivants :

- l'Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;
- l'Instruction canadienne 46-201, Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne;
- l'Instruction générale relative au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs;

2-

(collectivement, les **modifications des instructions générales**).

Il est prévu que tous les membres des ACVM mettent en œuvre les modifications des règlements, le cas échéant, et sous réserve de l'approbation des ministres compétents, celles-ci entreront en vigueur le 19 septembre 2025.

Le texte des modifications des règlements et des instructions générales est publié avec le présent avis et peut être consulté sur le site Web des territoires membres des ACVM, notamment :

- [www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)
- [www.asc.ca](http://www.asc.ca)
- [www.mbsecurities.ca](http://www.mbsecurities.ca)
- [www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)
- [www.osc.ca](http://www.osc.ca)
- [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)
- [nssc.novascotia.ca](http://nssc.novascotia.ca)
- [www.fcmb.ca](http://www.fcmb.ca)

### Objet

Les modifications des règlements et des instructions générales visent à répondre à ce qui suit :

- la création par la Bourse des valeurs canadiennes (la **CSE**), au moyen de modifications de ses politiques d'inscription, d'une catégorie supérieure (la **catégorie supérieure de la CSE**) pour l'inscription des émetteurs non émergents, mais qui est actuellement classée comme une catégorie d'émetteurs émergents dans la législation en valeurs mobilières;
- l'objectif qui consiste à garantir que les émetteurs de la catégorie supérieure de la CSE sont traités de manière identique en vertu de la législation en valeurs mobilières que les émetteurs inscrits à la cote d'une autre bourse d'émetteurs non émergents;
- le changement de dénomination des marchés PLUS, qui deviennent AQSE Growth Market par suite de leur vente par PLUS Markets Group plc;
- le changement de dénomination de La Neo Bourse Aequis Inc. pour Cboe Canada Inc. en raison de son acquisition par Cboe Global;
- les modifications apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la **LCSA**) concernant le « vote majoritaire », lesquelles sont susceptibles d'avoir engendré de l'incertitude quant aux choix de vote qui doivent être offerts aux porteurs dans le cadre d'une élection d'administrateurs non contestée chez des émetteurs assujettis constitués en vertu de la LCSA et ceux prévus par la législation en valeurs mobilières.

## Contexte

Les modifications des politiques d'inscription de la CSE instaurant la catégorie supérieure de la CSE sont entrées en vigueur le 3 avril 2023. Cette catégorie a été créée pour les émetteurs non émergents, et ses conditions d'inscription initiales et continues cadrent avec celles des bourses d'émetteurs non émergents. Or, la CSE est une bourse d'émetteurs émergents au sens donné au terme « émetteur émergent » dans la législation en valeurs mobilières.

Le 15 janvier 2019, La Neo Bourse Aequis Inc. est devenue la Bourse NEO Inc., puis, le 1<sup>er</sup> juin 2022, Cboe Canada Holdings, ULC a acquis l'actionnaire direct de cette bourse. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, cette dernière a été fusionnée avec d'autres entités apparentées pour former une seule entité juridique nommée Cboe Canada Inc.

Les marchés PLUS sont devenus AQSE Growth Market, exploité par Aquis Stock Exchange Limited.

Par ailleurs, le 31 août 2022 marque l'entrée en vigueur de modifications touchant la LCSA et le *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral* (2001) (les **modifications visant le vote majoritaire**) qui exigent de façon générale que, dans le cadre d'une élection d'administrateurs non contestée chez un émetteur assujetti constitué en vertu de la LCSA, chaque candidat au poste d'administrateur soit élu à la « majorité des voix » exprimées. Lorsque les modifications visant le vote majoritaire s'appliquent, le formulaire de procuration doit permettre aux porteurs de préciser, pour chacun des candidats au poste d'administrateur, le sens dans lequel le droit de vote doit être exercé, alors que selon le paragraphe 6 de l'article 9.4 du Règlement 51-102, il doit permettre de préciser si le mandataire doit exercer ou s'abstenir d'exercer le droit de vote afférent aux titres.

Pour dissiper toute incertitude quant aux choix de vote devant être offerts aux porteurs des émetteurs assujettis constitués en vertu de la LCSA selon les modifications visant le vote majoritaire et ceux prévus au paragraphe 6 de l'article 9.4 du Règlement 51-102, les territoires représentés au sein des ACVM ont rendu le 31 janvier 2023 des décisions générales locales essentiellement harmonisées qui dispensent les émetteurs assujettis constitués en vertu de la LCSA de l'obligation relative au formulaire de procuration en lien avec l'élection des administrateurs prévue au paragraphe susmentionné dans le cadre d'une élection d'administrateurs non contestée<sup>1</sup>.

Dans certains territoires représentés au sein des ACVM, la décision générale locale expirera ou sera révoquée lorsque les modifications connexes du Règlement 51-102 entreront en vigueur. La décision générale locale de l'Ontario expirera le 31 janvier 2026.

---

<sup>1</sup> La Décision générale 51-930 dispensant certains émetteurs assujettis de l'obligation relative au formulaire de procuration en lien avec l'élection des administrateurs.

4-

### **Sommaire des modifications des règlements et des instructions générales**

Le 1<sup>er</sup> août 2024, nous avons publié pour consultation des propositions intégrées dans les modifications des règlements et des instructions générales (les **documents publiés le 1<sup>er</sup> août 2024**). Pour obtenir davantage de contexte et un sommaire de ces modifications, veuillez consulter ces documents.

### **Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM**

Nous n'avons reçu aucun commentaire pendant la période de consultation de 90 jours qui a pris fin le 30 octobre 2024.

### **Résumé des changements apportés depuis la publication pour consultation**

Nous n'avons apporté que des changements mineurs aux documents publiés le 1<sup>er</sup> août 2024.

### **Points d'intérêt local**

Une annexe au présent avis est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

### **Contenu des annexes**

Annexe A – Points d'intérêt local au Québec

### **Questions**

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

#### **Autorité des marchés financiers**

Déborah Koualé-Bénimé  
Analyste expert à la réglementation  
Direction de l'encadrement réglementaire  
514 395-0337, poste 4383  
[deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca](mailto:deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca)

Najla Sebaai  
Analyste expert à la réglementation  
Direction de l'encadrement réglementaire  
514 395-0337, poste 4398  
[najla.sebaai@lautorite.qc.ca](mailto:najla.sebaai@lautorite.qc.ca)

#### **British Columbia Securities Commission**

Larissa Streu  
Manager, Corporate Disclosure  
Corporate Finance  
604 899-6888  
[lstreu@bcsc.bc.ca](mailto:lstreu@bcsc.bc.ca)

Rina Jaswal  
Senior Legal Counsel, Corporate Disclosure  
Corporate Finance  
604 899-6683  
[rjaswal@bcsc.bc.ca](mailto:rjaswal@bcsc.bc.ca)

5-

**Alberta Securities Commission**

Mikale White  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
403 355-4344  
[mikale.white@asc.ca](mailto:mikale.white@asc.ca)

**Financial and Consumer Affairs Authority  
of Saskatchewan**

Heather Kuchuran  
Director, Corporate Finance  
306 787-1009  
[heather.kuchuran@gov.sk.ca](mailto:heather.kuchuran@gov.sk.ca)

**Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba**

Kevin Sharma  
Legal Counsel  
204 945-5070  
[kevin.sharma@gov.mb.ca](mailto:kevin.sharma@gov.mb.ca)

**Commission des valeurs mobilières de  
l'Ontario**

Julius Jn-Baptiste  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
416 593-8311  
[jjnbaptiste@osc.gov.on.ca](mailto:jjnbaptiste@osc.gov.on.ca)

6-

## ANNEXE A

## POINTS D'INTÉRÊT LOCAL AU QUÉBEC

Au Québec, sous réserve de l'approbation du ministre compétent, le *Règlement 45-513 sur la dispense de prospectus pour placement de titres auprès de porteurs existants* (chapitre V-1.1, r. 21.1) sera modifié comme suit :

1. ***Le Règlement 45-513 sur la dispense de prospectus pour placement de titres auprès de porteurs existants (chapitre V-1.1, r. 21.1) est modifié par le présent règlement.***
2. ***L'article 2 est modifié par le remplacement, dans la définition de « titre inscrit à la cote », de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».***
3. ***L'article 3 est modifié par le remplacement, dans le paragraphe b, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».***
4. Ce règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

Tout règlement pris par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») doit être soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'une période de 30 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité.

## RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 41-101 SUR LES OBLIGATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AU PROSPECTUS

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus (chapitre V-1.1, r. 14) est modifié :

1° par l'insertion, après la définition de « catégorie », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et leurs modifications; »;

2° par le remplacement de la définition de « émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne » par la suivante :

« « émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne » : un émetteur qui remplit les conditions suivantes :

- a) il dépose un prospectus ordinaire;
- b) il n'est émetteur assujéti dans aucun territoire immédiatement avant la date du prospectus ordinaire définitif;
- c) à la date du prospectus ordinaire :

i) il n'a aucun de ses titres inscrit ou coté, n'a pas demandé et n'a pas l'intention de demander l'inscription ou la cotation de l'un de ses titres sur les marchés suivants :

- A) la Bourse de Toronto;
- B) Cboe Canada Inc.;
- C) un marché américain;
- D) un marché situé à l'extérieur du Canada et des États-Unis, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange, ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited;

ii) il n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE, n'a pas présenté de demande en vue de le devenir et n'a pas l'intention de le faire; »;

3° par le remplacement, dans la définition de « formulaire de renseignements personnels », du paragraphe c par le suivant :

« c) le formulaire de renseignements personnels de Cboe dûment rempli et présenté par une personne physique à Cboe Canada Inc., auquel est annexé un formulaire Attestation et consentement rempli et établi conformément à la partie B de l'Appendice 1 de l'Annexe A; »;

4° par la suppression de la définition de « formulaire de renseignements personnels d'Aequitas »;

5° par l'insertion, après la définition de « formulaire de renseignements personnels de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance TSX », de la suivante :

« « formulaire de renseignements personnels de Cboe » : le formulaire de renseignements personnels d'une personne physique établi conformément au formulaire 3 de Cboe Canada Inc. et ses modifications; ».

2. L'article 8A.1 de ce règlement est modifié, dans la définition de « cours » du paragraphe 2 :

1° dans le sous-paragraphe *a* :

*a)* par le remplacement, dans le sous-paragraphe *i*, de « se terminant sur un cours qui ne tombe » par « se terminant sur un tel cours qui ne tombe »;

*b)* par le remplacement du sous-paragraphe *ii* par le suivant :

« *ii)* si le marché organisé donne non pas le cours de clôture, mais uniquement le cours le plus haut et le cours le plus bas des titres négociés de la catégorie, la moyenne des moyennes simples de ces cours, pour chaque jour de bourse où il y a eu de tels cours qui ne tombe pas plus de 20 jours de bourse avant la date de détermination du cours; »;

2° dans le sous-paragraphe *ii* du sous-paragraphe *b* :

*a)* par le remplacement, dans le sous-paragraphe A, de « donne un cours de clôture pour les titres de la catégorie » par « donne le cours de clôture des titres de la catégorie »;

*b)* par le remplacement, dans le sous-paragraphe B, de « la moyenne entre ces cours » par « la moyenne de ces cours ».

3. L'annexe 41-101A1 de ce règlement est modifiée :

1° par le remplacement du paragraphe 4 de la rubrique 1.9 par le suivant :

« 4) Lorsque l'émetteur s'est conformé aux obligations du règlement applicables à l'émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne, inclure une mention semblable à la suivante pour l'essentiel, en donnant l'information entre crochets :

« En date du présent prospectus, [nom de l'émetteur] n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE, n'a pas présenté de demande en vue de le devenir et n'a pas l'intention de le faire, et aucun de ses titres n'est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain ou d'un marché à l'extérieur du Canada et des États-Unis d'Amérique ni coté sur ceux-ci, et l'émetteur n'a pas demandé ni n'a l'intention de demander leur inscription à la cote de cette bourse ou de l'un de ces marchés ni leur cotation sur ceux-ci, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited. » »;

2° par le remplacement de la rubrique 20.11 par la suivante :

« **20.11. Émetteurs émergents au stade du premier appel public à l'épargne**

Lorsque l'émetteur s'est conformé aux obligations du règlement applicables à l'émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne, inclure une mention semblable à la suivante pour l'essentiel, en donnant l'information entre crochets :

« En date du présent prospectus, [nom de l'émetteur] n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE, n'a pas présenté de demande en vue de le devenir et n'a pas l'intention de le faire, et aucun de ses titres n'est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain ou d'un marché à

l'extérieur du Canada et des États-Unis d'Amérique ni coté sur ceux-ci, et l'émetteur n'a pas demandé ni n'a l'intention de demander leur inscription à la cote de cette bourse ou de l'un de ces marchés ni leur cotation sur ceux-ci, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited. ». ».

**Date d'entrée en vigueur**

4. 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.
- 2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 44-101 SUR LE PLACEMENT DE TITRES AU MOYEN D'UN PROSPECTUS SIMPLIFIÉ**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 6°, 11° et 34°)

**1.** L'article 1.1 du Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un à prospectus simplifié (chapitre V-1.1, r. 16) est modifié :

1° par le remplacement, dans la définition de « bourse admissible dans le cadre du prospectus simplifié », de « La Neo Bourse Aequis Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

2° par le remplacement, dans la définition de « élément sous-jacent », de « repère » par « indice de référence ».

**2.** L'article 2.7 de ce règlement est modifié par l'ajout, après le paragraphe 3, du suivant :

« 4) Le paragraphe *d* de l'article 2.2, le sous-paragraphe *d* du paragraphe 1 de l'article 2.3 et le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 2.6 ne s'appliquent pas à l'émetteur qui remplit les conditions suivantes :

*a)* il n'est pas dispensé de l'obligation, prévue par le règlement sur l'information continue applicable, de déposer des états financiers annuels avant l'expiration d'un certain délai après la clôture de son exercice, mais il n'a pas encore eu, depuis qu'un changement important, au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et leurs modifications, a été apporté, à déposer ces états financiers en vertu de ce règlement;

*b)* une déclaration d'inscription à la cote de la Bourse des valeurs canadiennes qui remplit les deux conditions suivantes :

*i)* elle a été déposée relativement au changement important;

*ii)* elle a été établie conformément aux politiques d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes, et leurs modifications, à l'égard du changement important. ».

**3.** L'annexe 44-101A1 est modifiée, dans la rubrique 20.1, par le remplacement de « si le prospectus contient de l'information fausse ou trompeuse » par « si le prospectus ou toute modification de celui-ci contient de l'information fausse ou trompeuse ».

**Date d'entrée en vigueur**

**4.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 44-101 SUR LE PLACEMENT DE TITRES AU MOYEN D'UN PROSPECTUS SIMPLIFIÉ**

1. L'article 1.7 de l'*Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 5, de « Dans les 2 cas, il faut fournir l'information qui serait donnée dans un prospectus ou l'information comparable prévue par la Bourse de croissance TSX pour un tel émetteur dans une circulaire ou dans un document d'information similaire en vertu des paragraphes 2 et 3 de l'article 2.7 du règlement » par « Dans les deux cas, il faut fournir l'information qui serait donnée dans un prospectus ou l'information comparable prévue par la Bourse de croissance TSX ou la Bourse des valeurs canadiennes, selon le cas, pour un tel émetteur dans une circulaire ou dans un document d'information similaire en vertu des paragraphes 2, 3 et 4 de l'article 2.7 du règlement. »

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 45-106 SUR LES DISPENSES DE PROSPECTUS**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11° et 34°)

**1.** L'article 2.22 du Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus (chapitre V-1.1, r. 21) est modifié :

1° dans le paragraphe *a* de la définition de « émetteur coté » :

*a)* par le remplacement, dans le sous-paragraphe *ii.1*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

*b)* par l'insertion, après le sous-paragraphe *ii.1*, du suivant :

« *ii.2*) la Bourse des valeurs canadiennes; ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 45-513 SUR LA DISPENSE DE PROSPECTUS POUR PLACEMENT DE TITRES AUPRÈS DE PORTEURS EXISTANTS**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11° et 34°)

1. L'article 2 du Règlement 45-513 sur la dispense de prospectus pour placement de titres auprès de porteurs existants (chapitre V-1.1, r. 21.1) est modifié par le remplacement, dans la définition de « titre inscrit à la cote », de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».
2. L'article 3 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le paragraphe *b*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».

**Date d'entrée en vigueur**

3. Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT L'INSTRUCTION CANADIENNE 46-201,  
MODALITÉS D'ENTIERCEMENT APPLICABLES AUX PREMIERS APPELS  
PUBLICS À L'ÉPARGNE**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 6°)

**1.** L'article 3.2 de l'Instruction canadienne 46-201, Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne (chapitre V-1.1, r. 22), est modifié :

1° par le remplacement, partout où ceci se trouve dans le paragraphe *a.1*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

2° par l'insertion, après le paragraphe *a.1*, du suivant :

« *a.2*) il est un émetteur de la catégorie supérieure de la Bourse des valeurs canadiennes (la **catégorie supérieure de la CSE**) et est un fonds à capital fixe, un fonds négocié en bourse ou un produit structuré (au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la CSE et ses modifications); ».

**2.** L'article 3.3 de cette instruction est modifié, dans le paragraphe 2 :

1° par l'insertion, après le sous-paragraphe *a*, du suivant :

« *a.1*) il est un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et n'est pas un émetteur dispensé; »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *c*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».

**3.** L'article 4.4 de cette instruction est modifié, dans le paragraphe 1 :

1° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

2° par l'ajout, dans le sous-paragraphe *b* et après « Bourse de croissance TSX », de « ou émetteur de la catégorie supérieure de la CSE ».

**4.** L'annexe 46-201A1 de cette instruction est modifiée :

1° dans la rubrique 3.1 :

*a)* par le remplacement, dans le paragraphe *a*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

*b)* par le remplacement du sous-paragraphe *b* par le suivant :

« *b)* il devient émetteur de première catégorie à la Bourse de croissance TSX ou émetteur de la catégorie supérieure de la CSE »;

2° dans la rubrique 10.12 :

*a)* par le remplacement, après « Les parties ont signé et remis la présente convention à la date susmentionnée », des signatures par les suivantes :

« [Agent d'entiercement]

\_\_\_\_\_

Signataire autorisé

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé

**[Émetteur]**

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé

**Si le porteur est une personne physique :**

\_\_\_\_\_  
 Signature du porteur

**Si le porteur est une personne morale :**

**[Porteur]**

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé »

*b)* par le remplacement, après « Fait à \_\_\_\_\_ le \_\_\_\_\_ » dans l'annexe B de la convention d'entiercement, des signatures par les suivantes :

**« Si le cessionnaire est une personne physique :**

\_\_\_\_\_  
 Signature du cessionnaire

**Si le cessionnaire est une personne morale :**

**[Cessionnaire]**

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé

\_\_\_\_\_  
 Signataire autorisé ».

**Date d'entrée en vigueur**

**5.** Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

## RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 51-102 SUR LES OBLIGATIONS D'INFORMATION CONTINUE

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (chapitre V-1.1, r. 24) est modifié :

1° par l'insertion, après la définition de « catégorie », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et ses modifications; »;

2° dans la définition de « émetteur émergent » :

*a)* par l'insertion, après « à la date applicable, », de « n'était pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et »;

*b)* par le remplacement de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

*c)* par le remplacement de « des marchés PLUS exploités par PLUS Markets Group plc » par « du AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited ».

2. L'article 9.4 de ce règlement est modifié :

1° par l'insertion, après le paragraphe 6, du suivant :

« 6.1) Le paragraphe 6 ne s'applique pas au formulaire de procuration transmis aux porteurs d'un émetteur assujéti en ce qui concerne l'élection de ses administrateurs dans les situations suivantes :

*a)* l'émetteur assujéti est constitué ou prorogé sous le régime de la Loi canadienne sur les sociétés par actions (L.R.C. 1985, c. C-44) et se conforme au paragraphe 2 de l'article 54.1 du Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001) (DORS/2001-512) pris en vertu de cette loi;

*b)* l'émetteur assujéti :

*i)* est constitué ou prorogé sous le régime des lois d'un territoire du Canada ou d'un territoire étranger qui prévoient une obligation substantiellement similaire à celle du paragraphe 2 de l'article 54.1 du Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001) pris en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions;

*ii)* se conforme à l'obligation visée au sous-paragraphe *i.* »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 7, de « paragraphe 4 ou 6 » par « paragraphe 4, 6 ou 6.1 ».

### Date d'entrée en vigueur

3. 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 51-105 SUR LES ÉMETTEURS COTÉS SUR LES MARCHÉS DE GRÉ À GRÉ AMÉRICAINS**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 1 du Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains (chapitre V-1.1, r. 24.1) est modifié, dans le paragraphe *b* de la définition de « émetteur du marché de gré à gré » :

1° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *iii*, de « la Bourse nationale canadienne » par « la Bourse des valeurs canadiennes »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *viii*, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 52-109 SUR L'ATTESTATION DE L'INFORMATION PRÉSENTÉE DANS LES DOCUMENTS ANNUELS ET INTERMÉDIAIRES DES ÉMETTEURS**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 1.1 du Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs (chapitre V-1.1, r. 27) est modifié :

1° par l'insertion, après la définition de « attestation intermédiaire », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et ses modifications; »;

2° par le remplacement de la définition de « émetteur émergent » par la suivante :

« « émetteur émergent » : tout émetteur assujéti qui, à la date de clôture de la période visée par les documents annuels ou intermédiaires, selon le cas :

*a)* n'avait aucun de ses titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain, d'un marché à l'extérieur du Canada ou des États-Unis d'Amérique, ou coté sur un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou du AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited;

*b)* n'était pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE; »;

3° par le remplacement, dans la définition de « faiblesse importante », de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU  
RÈGLEMENT 52-109 SUR L'ATTESTATION DE L'INFORMATION PRÉSENTÉE  
DANS LES DOCUMENTS ANNUELS ET INTERMÉDIAIRES DES ÉMETTEURS**

**1.** L'article 6.3 de l'*Instruction générale relative au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs* est modifié par le remplacement, dans le deuxième alinéa, de « inexactitudes intentionnelles » par « anomalies intentionnelles ».

**2.** L'article 6.6 de cette instruction générale est modifié :

1° dans le paragraphe 2 :

*a)* par le remplacement, dans le deuxième alinéa, de « une inexactitude importante dans les documents annuels » par « une anomalie significative dans les documents annuels », de « une inexactitude importante dans les états financiers » par « une anomalie significative dans les états financiers » et de « par inexactitude importante notamment toute inexactitude résultant » par « par anomalie significative notamment toute anomalie résultant »;

*b)* par le remplacement, dans le troisième alinéa, de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

*c)* par le remplacement, dans le quatrième alinéa, de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

2° par le remplacement, dans le paragraphe 3, de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

**3.** L'article 6.10 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 1, de « inexactitudes importantes » par « anomalies significatives »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *c* du paragraphe 3, de « inexactitudes » par « anomalies »;

3° dans le paragraphe 4 :

*a)* par le remplacement, dans ce qui précède le sous-paragraphe *a*, de « inexactitude importante » par « anomalie significative »;

*b)* par le remplacement, dans le deuxième alinéa du sous-paragraphe *e*, de « inexactitude importante » par « anomalie significative »;

4° par le remplacement, dans le paragraphe 5, de « inexactitudes possibles » par « anomalies possibles » et de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

**4.** L'article 6.15 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le sous-paragraphe *c* du paragraphe 4, de « inexactitudes ou omissions importantes » par « anomalies significatives ou omissions importantes ».

**5.** L'article 7.8 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe *c*, de « inexactitudes » par « anomalies ».

**6.** L'article 9.2 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le deuxième alinéa, de « inexactitude importante dans un montant » par « anomalie significative dans un montant », de « l'inexactitude pouvant résulter » par « l'anomalie pouvant résulter ».

-2-

de « une inexactitude est réellement survenue » par « une anomalie est réellement survenue » et de « détecter une inexactitude importante » par « détecter une anomalie significative ».

7. L'article 9.3 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 1, de « **d'inexactitude** » par « **d'anomalie** » et de « inexactitude importante » par « anomalie »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 2, de « **l'inexactitude** » par « **l'anomalie** » et de « inexactitudes » par « anomalies ».

8. L'article 12.3 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le deuxième alinéa, de « inexactitudes intentionnelles » par « anomalies intentionnelles ».

9. Cette instruction générale est modifiée par le remplacement, partout où ceci se trouve dans les articles 4.3, 7.2, 9.4, 13.3 et 14.2, compte tenu des adaptations grammaticales nécessaires, de « inexactitude importante » par « anomalie significative ».

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 52-110 SUR LE COMITÉ D'AUDIT**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 1.1 du Règlement 52-110 sur le comité d'audit (chapitre V-1.1, r. 28) est modifié :

1° par l'insertion, avant la définition de « comité d'audit », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et ses modifications; »;

2° par le remplacement de la définition de « émetteur émergent » par la suivante :

« « émetteur émergent » : l'émetteur qui, à la fin de son dernier exercice :

*a)* n'avait aucun de ses titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain, d'un marché à l'extérieur du Canada ou des États-Unis d'Amérique, ou coté sur un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou du AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited;

*b)* n'était pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE; ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 58-101 SUR L'INFORMATION CONCERNANT LES PRATIQUES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 1.1 du Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance (chapitre V-1.1, r. 32) est modifié :

1° par l'insertion, avant la définition de « code », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et ses modifications; »;

2° par le remplacement de la définition de « émetteur émergent » par la suivante :

« « émetteur émergent » : l'émetteur assujetti qui, à la fin de son dernier exercice :

*a)* n'avait aucun de ses titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain, d'un marché à l'extérieur du Canada ou des États-Unis d'Amérique, ou coté sur un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited;

*b)* n'était pas un émetteur de catégorie supérieure de la CSE; ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

## RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 61-101 SUR LES MESURES DE PROTECTION DES PORTEURS MINORITAIRES LORS D'OPÉRATIONS PARTICULIÈRES

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières (chapitre V-1.1, r. 33) est modifié par l'insertion, après la définition de « catégorie », de la suivante :

« « catégorie supérieure de la CSE » : une « Catégorie supérieure » au sens de l'article 1.3 des règles d'inscription de la Bourse des valeurs canadiennes et ses modifications; ».

2. L'article 4.4 est modifié par le remplacement du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 par le suivant :

« *a*) émetteur qui n'est pas inscrit sur des marchés déterminés – l'émetteur n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et aucun de ses titres n'est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., du New York Stock Exchange, de l'American Stock Exchange, du NASDAQ Stock Market ou d'une bourse à l'extérieur du Canada et des États-Unis, ou coté sur l'un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited; ».

3. L'article 5.5 est modifié par le remplacement du paragraphe *b* par le suivant :

« *b*) émetteur qui n'est pas inscrit sur des marchés déterminés – l'émetteur n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et aucun de ses titres n'est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., du New York Stock Exchange, de l'American Stock Exchange, du NASDAQ Stock Market ou d'une bourse à l'extérieur du Canada et des États-Unis, ou coté sur l'un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited; ».

4. L'article 5.7 est modifié par le remplacement du sous-paragraphe *i* du sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 par le suivant :

« *i*) l'émetteur n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et aucun de ses titres n'est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., du New York Stock Exchange, de l'American Stock Exchange, du NASDAQ Stock Market ou d'une bourse à l'extérieur du Canada et des États-Unis, ou coté sur l'un de ces marchés, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited; ».

### Date d'entrée en vigueur

5. 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 62-104 SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 4.8 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (chapitre V-1.1, r. 35) est modifié par l'insertion, dans le paragraphe 1 et après « Bourse de croissance TSX », de « , Cboe Canada Inc. ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 71-102 SUR LES DISPENSES EN MATIÈRE D'INFORMATION CONTINUE ET AUTRES DISPENSES EN FAVEUR DES ÉMETTEURS ÉTRANGERS**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11°)

**1.** L'article 4.7 du Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers (chapitre V-1.1, r. 37) est modifié par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».

**2.** L'article 5.8 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2, de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. ».

**Date d'entrée en vigueur**

**3.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 34°)

**1.** L'article 1.1 du Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif (chapitre V-1.1, r. 38) est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe *c* de la définition de « formulaire de renseignements personnels », de « d'Aequitas » par « de Cboe » et de « La Neo Bourse Aequitas Inc. » par « Cboe Canada Inc. »;

2° par l'insertion, après la définition de « formulaire de renseignements personnels antérieur », de la suivante :

« « formulaire de renseignements personnels de Cboe » : le formulaire de renseignements personnels d'une personne physique établi conformément au formulaire 3 de Cboe Canada Inc. et ses modifications; »;

3° par la suppression de la définition de « formulaire de renseignements personnels d'Aequitas ».

**Date d'entrée en vigueur**

**2.** 1° Le présent règlement entre en vigueur le 19 septembre 2025.

2° En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 19 septembre 2025.

**Amendments and Changes to Certain Regulations and Policy Statements related to the Senior Tier of the Canadian Securities Exchange, the Cboe Canada Inc. and AQSE Growth Market name changes, and Majority Voting Form of Proxy Requirements**

The *Autorité des marchés financiers* (the "AMF") is publishing amended text, in English and French, of the following Regulation:

- *Regulation to amend Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements;*
- *Regulation to amend Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions;*
- *Regulation to amend Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions;*
- *Regulation to amend Regulation 45-513 respecting Prospectus Exemption for Distribution to Existing Security Holders;*
- *Regulation to amend National Policy 46-201: Escrow for Initial Public Offerings;*
- *Regulation to amend Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations;*
- *Regulation to amend Regulation 51-105 respecting Issuers Quoted in the U.S. Over-the-Counter Markets;*
- *Regulation to amend Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings;*
- *Regulation to amend Regulation 52-110 respecting Audit Committees;*
- *Regulation to amend Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Practices;*
- *Regulation to amend Regulation 61-101 respecting Protection of Minority Security Holders in Special Transactions;*
- *Regulation to amend Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids;*
- *Regulation to amend Regulation 71-102 respecting Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers;*
- *Regulation to amend Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure.*

The AMF is also publishing in this Bulletin amended texts, in English and French, of the following Policy Statement

- *Changes to Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions;*
- *Changes to Policy Statement to Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings.*

In Québec, the Regulations will be made under section 331.1 of the *Securities Act* and will be submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment. The Regulations will come into force on the date of their publication in the *Gazette officielle du Québec* or on a later date indicated in the Regulations. The Policy Statement will be adopted as policies and will take effect concomitantly with the Regulations.

**Additional Information**

Further information is available from:

Déborah Koualé-Bénimé  
Senior Policy Adviser, Regulatory Policy  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, ext. 4383  
Toll-free: 1 877 525-0337  
[deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca](mailto:deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca)

Najla Sebaai  
Senior Policy Adviser, Regulatory Policy  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, ext. 4398  
Toll-free: 1 877 525-0337  
[najla.sebaai@lautorite.qc.ca](mailto:najla.sebaai@lautorite.qc.ca)

**June 19, 2025**



Canadian Securities  
Administrators

Autorités canadiennes  
en valeurs mobilières

**CSA Notice of Publication**  
*Amendments and Changes to Certain Regulations and Policy  
Statements related to the Senior Tier of the Canadian Securities  
Exchange, the Cboe Canada Inc. and AQSE Growth Market name  
changes, and Majority Voting Form of Proxy Requirements*

**June 19, 2025**

**Introduction**

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are publishing in final form amendments to the following regulations:

- *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements*
- *Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions*
- *Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions*
- *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations (**Regulation 51-102**)*
- *Regulation 51-105 respecting Issuers Quoted in the U.S. Over-the-Counter Markets*
- *Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*
- *Regulation 52-110 respecting Audit Committees*
- *Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Practices*
- *Regulation 61-101 respecting Protection of Minority Security Holders in Special Transactions*
- *Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids*
- *Regulation 71-102 respecting Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers*
- *Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure*

(collectively, the **Amendments**).

We are also publishing in final form changes to the following:

- *Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions*
- *National Policy 46-201: Escrow for Initial Public Offerings*
- *Policy Statement to Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*

(collectively, the **Changes**).

-2-

The Amendments are expected to be adopted by each member of the CSA, where applicable, and provided all necessary regulatory and ministerial approvals are obtained, the Amendments will come into force on September 19, 2025.

The text of the Amendments and Changes is published with this notice and is also available on the websites of CSA jurisdictions, including:

- [www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)
- [www.asc.ca](http://www.asc.ca)
- [www.mbsecurities.ca](http://www.mbsecurities.ca)
- [www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)
- [www.osc.ca](http://www.osc.ca)
- [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)
- [nssc.novascotia.ca](http://nssc.novascotia.ca)
- [www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)

### **Substance and Purpose**

We are making the Amendments and Changes to address the following:

- the Canadian Securities Exchange (the **CSE**) creating, by amendments to its listing policies, a senior tier (the **CSE Senior Tier**), which is intended to be a non-venture tier but is currently categorized as a venture marketplace in securities legislation,
- ensuring that CSE Senior Tier issuers are treated the same way under securities legislation as issuers listed on other non-venture exchanges,
- the name change of the PLUS markets to AQSE Growth Market as a result of PLUS Markets Group plc selling those markets,
- the name change of Aequis Neo Exchange Inc. (**NEO**) to Cboe Canada Inc. as a result of Cboe Global's acquisition of NEO, and
- amendments to the *Canada Business Corporations Act (CBCA)* dealing with "majority voting", which amendments may have created uncertainty about the voting options required to be provided to securityholders in uncontested director elections of CBCA-incorporated reporting issuers and those required under securities legislation.

### **Background**

On April 3, 2023, amendments to the CSE's listing policies came into effect, creating the CSE Senior Tier. The CSE Senior Tier is intended to be a non-venture tier with initial and continued

-3-

listing requirements in line with a non-venture exchange. However, under the current definition of “venture issuer” in securities legislation, the CSE is a venture exchange.

On January 15, 2019, the legal name of Aequitas NEO Exchange Inc. was changed to NEO Exchange Inc. On June 1, 2022, Cboe Canada Holdings, ULC purchased the direct shareholder of NEO Exchange Inc. Effective January 1, 2024, NEO Exchange Inc. was amalgamated with other related entities into a single legal entity named Cboe Canada Inc.

The PLUS markets no longer exist under that name and have had a name change to AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited.

On August 31, 2022, amendments to the CBCA and the *Canada Business Corporations Regulations, 2001* (the **Majority Voting Amendments**) came into effect that generally require “majority voting” for each candidate nominated for director in uncontested director elections of CBCA-incorporated reporting issuers. Where the Majority Voting Amendments apply, the form of proxy must provide securityholders with the option to specify whether their vote is to be cast “for” or “against” each candidate nominated for director, rather than “voted” or “withheld” from voting as is required by subsection 9.4(6) of Regulation 51-102.

To address any uncertainty about the voting options required to be provided to securityholders of CBCA-incorporated reporting issuers by the Majority Voting Amendments and those required by subsection 9.4(6) of Regulation 51-102, on January 31, 2023, the CSA jurisdictions issued substantively harmonized local blanket orders that exempt CBCA-incorporated reporting issuers from the director election form of proxy requirement in subsection 9.4(6) of Regulation 51-102 in respect of the uncontested election of directors.<sup>1</sup>

In certain CSA jurisdictions, the local blanket order will expire or be revoked when the Amendments related to Regulation 51-102 come into force. The Ontario local blanket order will expire on January 31, 2026.

### Summary of the Amendments and Changes

On August 1, 2024, we published for comment proposals reflected in the Amendments and Changes (the **August 1, 2024, Materials**). Please refer to the August 1, 2024, Materials for further background and a summary of the Amendments and Changes.

---

<sup>1</sup> CSA Coordinated Blanket Order 51-930 Exemption From the Director Election Form of Proxy Requirement

-4-

### Summary of Written Comments Received by the CSA

During the 90-day comment period, which ended on October 30, 2024, we did not receive any comments.

### Summary of Changes Since Publication for Comment

We have made only minor, non-material changes to the August 1, 2024, Materials.

### Local Matters

An annex is being published in any local jurisdiction that is making related changes to local securities laws, including local notices or other policy instruments in that jurisdiction. It also includes any additional information that is relevant to that jurisdiction only.

### Contents of Annexes

Annex A – Québec Local Matters

### Questions

Please refer your questions to any of the following:

#### **Autorité des marchés financiers**

Déborah Koualé-Bénimé  
Senior Policy Adviser, Regulatory Policy  
514 395-0337 ext. 4383  
[deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca](mailto:deborah.kouale-benime@lautorite.qc.ca)

Najla Sebaai  
Senior Policy Adviser, Regulatory Policy  
514 395-0337, ext. 4398  
[najla.sebaai@lautorite.qc.ca](mailto:najla.sebaai@lautorite.qc.ca)

#### **British Columbia Securities Commission**

Larissa Streu  
Manager, Corporate Disclosure,  
Corporate Finance  
604 899-6888  
[lstreu@bcsc.bc.ca](mailto:lstreu@bcsc.bc.ca)

Rina Jaswal  
Senior Legal Counsel, Corporate Disclosure  
Corporate Finance  
604 899-6683  
[rjaswal@bcsc.bc.ca](mailto:rjaswal@bcsc.bc.ca)

#### **Alberta Securities Commission**

Mikale White  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
403 355-4344  
[mikale.white@asc.ca](mailto:mikale.white@asc.ca)

#### **Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan**

Heather Kuchuran  
Director, Corporate Finance  
306 787-1009  
[heather.kuchuran@gov.sk.ca](mailto:heather.kuchuran@gov.sk.ca)

-5-

**The Manitoba Securities Commission**

Kevin Sharma

Legal Counsel

204 945-5070

[kevin.sharma@gov.mb.ca](mailto:kevin.sharma@gov.mb.ca)

**Ontario Securities Commission**

Julius Jn-Baptiste

Senior Legal Counsel, Corporate Finance

416 593-8311

[jjnbaptiste@osc.gov.on.ca](mailto:jjnbaptiste@osc.gov.on.ca)

-6-

## ANNEX A

## QUÉBEC LOCAL MATTERS

In Québec, subject to Ministerial approval, *Regulation 45-513 respecting Prospectus Exemption for Distribution to Existing Security Holders* (chapter V-1.1, r. 21.1) will be amended as follows:

- 1. Regulation 45-513 respecting Prospectus Exemption for Distribution to Existing Security Holders, chapter V-1.1, r. 21.1, is amended by this Regulation.**
- 2. Section 2 is amended by replacing, in the definition of “listed security”, “Aequitas NEO Exchange Inc.” by “Cboe Canada Inc.”.**
- 3. Section 3 is amended by replacing, in paragraph b, “Aequitas NEO Exchange Inc.” by “Cboe Canada Inc.”.**
- 4. This Regulation comes into force on 19 September 2025.**

A regulation of the Autorité des marchés financiers (the “Authority”) must be submitted to the Minister of Finance for approval, with or without modification, at the end of a period of 30 days from its publication in the Bulletin of the Authority.

## REGULATION TO AMEND REGULATION 41-101 RESPECTING GENERAL PROSPECTUS REQUIREMENTS

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements (chapter V-1.1, r. 14) is amended:

(1) by striking out the definition of “Aequitas personal information forms”;

(2) by inserting, after the definition of “business day”, the following:

““Cboe personal information form” means a personal information form for an individual pursuant to Cboe Canada Inc. Form 3, as amended from time to time;”;

(3) by inserting, after the definition of “credit supporter”, the following:

“CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”;

(4) by replacing the definition of “IPO venture issuer” by the following:

““IPO venture issuer” means an issuer that

(a) files a long form prospectus,

(b) is not a reporting issuer in any jurisdiction immediately before the date of the final long form prospectus, and

(c) at the date of the long form prospectus,

(i) does not have any of its securities listed or quoted, has not applied to list or quote any of its securities, and does not intend to apply to list or quote any of its securities, on

(A) the Toronto Stock Exchange,

(B) Cboe Canada Inc.

(C) a U.S. marketplace, or

(D) a marketplace outside of Canada and the United States of America, other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited, and

(ii) is not, has not applied to become, and does not intend to apply to become, a CSE senior tier issuer;”;

(5) by replacing paragraph (c) in the definition of “personal information form” by the following:

“(c) a completed Cboe personal information form submitted by an individual to Cboe Canada Inc., to which is attached a completed certificate and consent in the form set out in Schedule 1 - Part B of Appendix A;”.

2. Section 8A.1 of the Regulation is amended, in the French text of the definition of “market price” in paragraph (2):

(1) in subparagraph (a):

(a) by replacing “se terminant sur un cours qui ne tombe” in subparagraph (i) by “se terminant sur un tel cours qui ne tombe”;

(b) by replacing subparagraph (ii) by the following:

“(ii) si le marché organisé donne non pas le cours de clôture, mais uniquement le cours le plus haut et le cours le plus bas des titres négociés de la catégorie, la moyenne des moyennes simples de ces cours, pour chaque jour de bourse où il y a eu de tels cours qui ne tombe pas plus de 20 jours de bourse avant la date de détermination du cours;”;

(2) in subparagraph (ii) of subparagraph (b):

(a) by replacing “donne un cours de clôture pour les titres de la catégorie” in subparagraph (A) by “donne le cours de clôture des titres de la catégorie”;

(b) by replacing “la moyenne entre ces cours” in subparagraph (B) by “la moyenne de ces cours”.

3. Form 41-101F1 of the Regulation is amended:

(1) by replacing paragraph (4) of Item 1.9 by the following:

“(4) If the issuer has complied with the requirements of the Instrument as an IPO venture issuer, include a statement, in substantially the following form, with bracketed information completed:

“As at the date of this prospectus, [name of issuer] is not, has not applied to become, and does not intend to apply to become, a CSE senior tier issuer and does not have any of its securities listed or quoted, has not applied to list or quote any of its securities, and does not intend to apply to list or quote any of its securities, on the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., a U.S. marketplace, or a marketplace outside of Canada and the United States of America (other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited).”;

(2) by replacing Item 20.11 by the following:

**“20.11. IPO venture issuers**

If the issuer has complied with the requirements of the Regulation as an IPO venture issuer include a statement, in substantially the following form, with bracketed information completed:

“As at the date of the prospectus, [name of issuer] is not, has not applied to become, and does not intend to apply to become, a CSE senior tier issuer and does not have any of its securities listed or quoted, has not applied to list or quote any of its securities, and does not intend to apply to list or quote any of its securities, on the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., a U.S. marketplace, or a marketplace outside of Canada and the United States of America (other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited).”;

**Effective Date**

4. (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

## REGULATION TO AMEND REGULATION 44-101 RESPECTING SHORT FORM PROSPECTUS DISTRIBUTIONS

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (6), (11) and (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions (chapter V-1.1, r. 16) is amended:

(1) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in the definition of “short form eligible exchange” by “Cboe Canada Inc.”;

(2) by replacing “repère” in the French text of the definition of “élément sous-jacent” by “indice de référence”.

**2.** Section 2.7 of the Regulation is amended by adding the following after paragraph 3:

“(4) Paragraphs 2.2(d), 2.3(1)(d) and 2.6(1)(b) do not apply to an issuer if

(a) the issuer is not exempt from the requirement in the applicable CD rule to file annual financial statements within a prescribed period after its financial year end, but the issuer has not yet, since the completion of a fundamental change, as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time, been required under the applicable CD rule to file annual financial statements, and

(b) a listing statement of the Canadian Securities Exchange

(i) was filed in connection with the fundamental change, and

(ii) complied with the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time, in respect of the fundamental change.”.

**3.** Form 44-101F1 of the Regulation is amended by replacing “si le prospectus contient de l’information fautive ou trompeuse” in the French text of Item 20.1 by “si le prospectus ou toute modification de celui-ci contient de l’information fautive ou trompeuse”.

### Effective Date

**4.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**CHANGES TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 44-101 RESPECTING SHORT FORM PROSPECTUS DISTRIBUTIONS**

1. Section 1.7 of *Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions* is amended by replacing “In both instances, prospectus level disclosure or comparable disclosure prescribed by the TSX Venture Exchange for such issuer must be provided in an information circular or similar disclosure document pursuant to subsections 2.7(2) and (3) of the Regulation” in paragraph (5) by “In both instances, prospectus level disclosure or comparable disclosure prescribed by the TSX Venture Exchange or the Canadian Securities Exchange, as the case may be, for such issuer must be provided in an information circular or similar disclosure document pursuant to subsections 2.7(2), (3) and (4) of Regulation 44-101”.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 45-106 RESPECTING PROSPECTUS EXEMPTIONS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11) and (34))

**1.** Section 2.22 of Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions (chapter V-1.1, r. 21) is amended:

(1) in paragraph (a) of the definition of “listed issuer”:

(a) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (ii.1) by “Cboe Canada Inc.”;

(b) by inserting the following after subparagraph (ii.1):

“(ii.2) the Canadian Securities Exchange; ».

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 45-513 RESPECTING PROSPECTUS EXEMPTION FOR DISTRIBUTION TO EXISTING SECURITY HOLDERS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11) and (34))

**1.** Section 2 of Regulation 45-513 respecting Prospectus Exemption for Distribution to Existing Security Holders (chapter V-1.1, r. 21.1) is amended by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in the definition of “listed security” by “Cboe Canada Inc.”.

**2.** Section 3 of the Regulation is amended by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in paragraph (b) by “Cboe Canada Inc.”.

**Effective Date**

**3.** This Regulation comes into force on 19 September 2025.

## REGULATION TO AMEND NATIONAL POLICY 46-201: ESCROW FOR INITIAL PUBLIC OFFERINGS

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (6))

1. Section 3.2 of National Policy 46-201: Escrow for Initial Public Offerings (chapter V-1.1, r. 22) is amended:

(1) by replacing all occurrences of “Aequitas NEO Exchange Inc.” in paragraph (a.i) by “Cboe Canada Inc.”;

(2) by inserting the following after paragraph (a.i), and making the necessary adaptations:

“(a.ii) is a Canadian Securities Exchange senior tier issuer (the **CSE senior tier**) and is a Closed End Fund, Exchange Traded Fund or Structured Product (as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time); or”.

2. Section 3.3 of the National Policy is amended, in paragraph (2):

(1) by inserting the following after subparagraph (a):

“(a.i) is a CSE senior tier issuer and is not an exempt issuer; »;

(2) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (c) by “Cboe Canada Inc.”.

3. Section 4.4 of the National Policy is amended, in paragraph (1):

(1) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (a) by “Cboe Canada Inc.”;

(2) by adding “or a CSE senior tier issuer” at the end of subparagraph (b).

4. Form 46-201F1 of the National Policy is amended:

(1) in Item 3.1:

(a) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (a) by “Cboe Canada Inc.”;

(b) by replacing subparagraph (b) by the following:

“(b) becomes a TSX Venture Exchange Inc. (TSX Venture) Tier 1 issuer or a CSE senior tier issuer; or”;

(2) in Item 10.13:

(a) by replacing the signatures after “The Parties have executed and delivered this Agreement as of the date set out above.” by the following:

“**[Escrow Agent]**

---

Authorized signatory

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory

**[Issuer]**

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory

**If the Securityholder is an individual:**

\_\_\_\_\_  
Signature of Securityholder

**If the Securityholder is not an individual:**

**[Securityholder]**

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory”

(b) \_\_\_\_\_ by replacing the signatures after “Dated at \_\_\_\_\_  
on \_\_\_\_\_.” in Schedule B to Escrow Agreement by the following:

**“Where the transferee is an individual:**

\_\_\_\_\_  
Signature of Transferee

**Where the transferee is not an individual:**

**[Transferee]**

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory

\_\_\_\_\_  
Authorized signatory ».

**Effective Date**

5. This Regulation comes into force on 19 September 2025.

## REGULATION TO AMEND REGULATION 51-102 RESPECTING CONTINUOUS DISCLOSURE OBLIGATIONS

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations (chapter V-1.1, r. 24) is amended:

(1) by inserting, after the definition of “corporate law”, the following:

““CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”;

(2) in the definition of “venture issuer”:

(a) by inserting “was not a CSE senior tier issuer and” after “as at the applicable time;”;

(b) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” by “Cboe Canada Inc.”;

(c) by replacing “the PLUS markets operated by PLUS Markets Group plc” by “the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited”.

**2.** Section 9.4 of the Regulation is amended:

(1) by inserting, after paragraph 6, the following:

“(6.1) Subsection (6) does not apply to a form of proxy sent to securityholders of a reporting issuer in respect of the election of directors if any of the following applies:

(a) the reporting issuer is incorporated, organized or continued under the Canada Business Corporations Act (R.S.C. 1985, c. C-44) and complies with subsection 54.1(2) of the Canada Business Corporations Regulations, 2001 (SOR/2001-512) under the Canada Business Corporations Act;

(b) the reporting issuer:

(i) is incorporated, organized or continued under the laws of a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction that contain a requirement substantially similar to subsection 54.1(2) of the Canada Business Corporations Regulations, 2001 under the Canada Business Corporations Act, and

(ii) complies with the requirement referred to in subparagraph (i).”;

(2) by replacing “subsection (4) or (6)” in subparagraph (b) of paragraph 7 by “subsection (4), (6) or (6.1)”.

### Effective Date

**3.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 51-105 RESPECTING ISSUERS QUOTED IN THE U.S. OVER-THE-COUNTER MARKETS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 1 of Regulation 51-105 respecting Issuers Quoted in the U.S. Over-the-Counter Markets (chapter V-1.1, r. 24.1) is amended in paragraph (b) of the definition of “OTC issuer”:

(1) by replacing “Canadian National Stock Exchange” in subparagraph (iii) by “Canadian Securities Exchange”;

(2) by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (viii) by “Cboe Canada Inc.”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 52-109 RESPECTING  
CERTIFICATION OF DISCLOSURE IN ISSUERS' ANNUAL AND INTERIM  
FILINGS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings (chapter V-1.1, r. 27) is amended:

(1) by inserting, after the definition of “certifying officer”, the following:

““CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”;

(2) by replacing “inexactitude importante” in the French text of the definition of “faiblesse importante” by “anomalie significative”;

(3) by replacing the definition of “venture issuer” by the following:

““venture issuer” means a reporting issuer that, as at the end of the period covered by the annual or interim filings, as the case may be,

(a) did not have any of its securities listed or quoted on any of the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., a U.S. marketplace, or a marketplace outside of Canada and the United States of America other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited, and

(b) was not a CSE senior tier issuer.”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**CHANGES TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 52-109 RESPECTING CERTIFICATION OF DISCLOSURE IN ISSUERS' ANNUAL AND INTERIM FILINGS**

**1.** Section 6.3 of *Policy Statement to Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual Interim Filings* is amended by replacing “inexactitudes intentionnelles”, in the French text of the second paragraph, by “anomalies intentionnelles”.

**2.** Section 6.6 of the French text of the Policy Statement is amended:

(1) in paragraph (2):

(a) by replacing, in the second paragraph, “une inexactitude importante dans les documents annuels” by “une anomalie significative dans les documents annuels”, “une inexactitude importante dans les états financiers” by “une anomalie significative dans les états financiers”, and “par inexactitude importante notamment toute inexactitude résultant” by “par anomalie significative notamment toute anomalie résultant”;

(b) by replacing “inexactitude importante” in the third paragraph by “anomalie significative”;

(c) by replacing “inexactitude importante” in the fourth paragraph by “anomalie significative”;

(2) by replacing “inexactitude importante” in paragraph (3) by “anomalie significative”.

**3.** Section 6.10 of the French text of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing “inexactitudes importantes” in paragraph (1) by “anomalies significatives”;

(2) by replacing “inexactitudes” in subparagraph (c) of paragraph (3) by “anomalies”;

(3) in paragraph (4):

(a) by replacing “inexactitude importante” in the text preceding subparagraph (a) by “anomalie significative”;

(b) by replacing “inexactitude importante”, in the second paragraph of subparagraph (e), by “anomalie significative”;

(4) by replacing, in paragraph (5), “inexactitudes possibles” by “anomalies possibles” and “inexactitude importante” by “anomalie significative”.

**4.** Section 6.15 of the Policy Statement is amended by replacing “inexactitudes ou omissions importantes”, in the French text of subparagraph (c) of paragraph (4), by « anomalies significatives ou omissions importantes ».

**5.** Section 7.8 of the Policy Statement is amended by replacing « inexactitudes » in the French text of paragraph (c) by “anomalies”.

**6.** Section 9.2 of the Policy Statement is amended, in the French text of the second paragraph, by replacing “inexactitude importante dans un montant” by “anomalie significative dans un montant”, “l’inexactitude pouvant résulter” by “l’anomalie pouvant résulter”, “une inexactitude est réellement survenue” by “une anomalie est réellement survenue” and “détecter une inexactitude importante” by “détecter une anomalie significative”.

-2-

**7.** Section 9.3 of the French text of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing, in paragraph (1), “**d’inexactitude**” by “**d’anomalie**” and “inexactitude importante” by “anomalie”;

(2) by replacing, in paragraph (2), “**l’inexactitude**” by “**l’anomalie**” and “inexactitudes” by “anomalies”.

**8.** Section 12.3 of the Policy Statement is amended by replacing “inexactitudes”, in the French text of the second paragraph, by “anomalies”.

**9.** The Policy Statement is amended by replacing all occurrences of “inexactitude importante”, in the French text of sections 4.3, 7.2, 9.4, 13.3 and 14.2, by “anomalie significative”, with the necessary grammatical changes.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 52-110 RESPECTING AUDIT COMMITTEES**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 52-110 respecting Audit Committees (chapter V-1.1, r. 28) is amended:

(1) by inserting, after the definition of “credit support issuer”, the following:

““CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”;

(2) by replacing the definition of “venture issuer” by the following:

““venture issuer” means an issuer that, at the end of its most recently completed financial year,

(a) did not have any of its securities listed or quoted on any of the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., a U.S. marketplace, or a marketplace outside of Canada and the United States of America other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited, and;

(b) was not a CSE senior tier issuer.”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 58-101 RESPECTING DISCLOSURE OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Practices (chapter V-1.1, r. 32) is amended:

(1) by inserting, after the definition of “code”, the following:

““CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”;

(2) by replacing the definition of “venture issuer” by the following:

““venture issuer” means a reporting issuer that, at the end of its most recently completed financial year,

(a) did not have any of its securities listed or quoted on any of the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., a U.S. marketplace, or a marketplace outside of Canada and the United States of America other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited, and

(b) was not a CSE senior tier issuer.”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

## REGULATION TO AMEND REGULATION 61-101 RESPECTING PROTECTION OF MINORITY SECURITY HOLDERS IN SPECIAL TRANSACTIONS

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. 11° and 34°)

**1.** Section 1.1 of Regulation 61-101 respecting Protection of Minority Security Holders in Special Transactions (chapter V-1.1, r. 33) is amended by inserting, after the definition of “convertible”, the following:

“CSE senior tier” has the same meaning as “senior tier” as defined in section 1.3 of the listing rules of the Canadian Securities Exchange, as amended from time to time;”.

**2.** Section 4.4 of the Regulation is amended by replacing subparagraph (a) of paragraph (1) by the following:

“(a) Issuer Not Listed on Specified Markets – the issuer is not a CSE senior tier issuer and no securities of the issuer are listed or quoted on the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., the New York Stock Exchange, the American Stock Exchange, the NASDAQ Stock Market, or a stock exchange outside of Canada and the United States other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited.”.

**3.** Section 5.5 of the Regulation is amended by replacing paragraph (b) by the following:

“(b) Issuer Not Listed on Specified Markets – the issuer is not a CSE senior tier issuer and no securities of the issuer are listed or quoted on the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., the New York Stock Exchange, the American Stock Exchange, the NASDAQ Stock Market, or a stock exchange outside of Canada and the United States other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited.”.

**4.** Section 5.7 of the Regulation is amended by replacing subparagraph (i) of subparagraph (b) of paragraph (1) by the following:

“(i) the issuer is not a CSE senior tier issuer and no securities of the issuer are listed or quoted on the Toronto Stock Exchange, Cboe Canada Inc., the New York Stock Exchange, the American Stock Exchange, the NASDAQ Stock Market, or a stock exchange outside of Canada and the United States other than the Alternative Investment Market of the London Stock Exchange or the AQSE Growth Market operated by Aquis Stock Exchange Limited.”.

### Effective Date

**5.** 1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 62-104 RESPECTING TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 4.8 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids (chapter V-1.1, r. 35) is amended by inserting “, Cboe Canada Inc.” in paragraph (1) after “the TSX Venture Exchange”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 71-102 RESPECTING CONTINUOUS DISCLOSURE AND OTHER EXEMPTIONS RELATING TO FOREIGN ISSUERS**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11))

**1.** Section 4.7 of Regulation 71-102 respecting Continuous Disclosure and Other Exemptions relating to Foreign Issuers (chapter V-1.1, r. 37) is amended by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (a) of paragraph (2) by “Cboe Canada Inc.”.

**2.** Section 5.8 of the Regulation is amended by replacing “Aequitas NEO Exchange Inc.” in subparagraph (a) of paragraph (2) by “Cboe Canada Inc.”.

**Effective Date**

**3.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 81-101 RESPECTING MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (34))

**1.** Section 1.1 of Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure (chapter V-1.1, r. 38) is amended:

(1) by striking out the definition of “Aequitas personal information form”.

(2) by inserting, after the definition of “business day”, of the following:

““Cboe personal information form” means a personal information form for an individual pursuant to Cboe Canada Inc. Form 3, as amended from time to time;”;

(3) by replacing, in paragraph (c) of the definition of “personal information form”, “Aequitas personal information form” by “Cboe personal information form” and “Aequitas NEO Exchange Inc.” by “Cboe Canada Inc.”.

**Effective Date**

**2.** (1) This Regulation comes into force on 19 September 2025.

(2) In Saskatchewan, despite paragraph (1), if this Regulation is filed with the Registrar of Regulations after 19 September 2025, this Regulation comes into force on the day on which it is filed with the Registrar of Regulations.