

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 16°, 26° et 34°)

Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, chapitre V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'AMF et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 120 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'AMF :

- *Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*

Vous trouverez également ci-dessous le projet de Modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **27 mars 2026**, 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

Renseignements additionnels

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

Sahra Badrudin
Analyste experte en fonds d'investissement
Autorité des marchés financiers
Direction de la surveillance des produits d'investissement
514-395-0337, poste 4427
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
sahra.badrudin@lautorite.qc.ca

Marie-Aude Gosselin
Analyste experte en fonds d'investissement
Autorité des marchés financiers
Direction de la surveillance des produits d'investissement
514-395-0337, poste 4456
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
marie-aude.gosselin@lautorite.qc.ca

Le 27 novembre 2025

AVIS DE CONSULTATION DES ACVM**PROJET DE RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-102 SUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT****PROJET DE MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 81-102 SUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT****DOCUMENT DE CONSULTATION SUR LES OUTILS DE GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ, LES CATÉGORIES DE LIQUIDITÉ AINSI QUE L'INFORMATION ET LES DONNÉES RÉGLEMENTAIRES****Le 27 novembre 2025****Introduction**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient, pour une période de consultation de 120 jours, des projets de modification du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (le **règlement**) et de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (l'**instruction générale**) relativement à la gestion du risque de liquidité (la **GRL**) de tous les fonds d'investissement, à savoir autant ceux qui sont émetteurs assujettis que ceux qui ne le sont pas. Ces projets traitent du cadre de GRL des fonds d'investissement, des enjeux opérationnels se rapportant à la GRL et de la surveillance de ce cadre.

Le texte des projets de modification du règlement et de l'instruction générale est publié avec le présent avis et peut être consulté sur le site Web des membres des ACVM suivants :

www.bcsc.bc.ca
www.asc.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca
www.osc.ca
www.lautorite.qc.ca
www.fcnb.ca
nssc.novascotia.ca

Les ACVM publient par la même occasion un document de consultation (le **document de consultation**) pour obtenir des commentaires sur des changements qu'il pourrait y avoir lieu d'ajouter au cadre réglementaire afin d'agir sur les autres aspects de la GRL, en particulier les trois volets suivants : a) les outils de GRL, b) le classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité et c) les déclarations réglementaires et les données relatives à la GRL.

S'agissant des outils de GRL, le document de consultation :

- brosse le tableau des outils couramment utilisés, y compris les avantages et inconvénients rattachés à chacun;
- demande aux intervenants s'il est nécessaire de permettre, voire d'exiger, de recourir à de tels outils qui seraient actuellement interdits au Canada;
- sollicite des commentaires sur certains outils de GRL en particulier.

En ce qui concerne le classement en fonction de la liquidité, le document de consultation :

- propose un système de classement en fonction de la liquidité;
- invite les intervenants à commenter le système dans son ensemble ainsi que sur certains éléments précis.

Enfin, quant aux déclarations réglementaires et aux données, le document de consultation :

- soumet des obligations de déclaration publique et de déclaration confidentielle qu'il est envisagé d'instaurer;
- appelle des réactions sur chacune d'elles.

Tout projet de nouvelles règles ou de modification de règles actuelles en vue d'établir des obligations relatives à l'un ou l'autre des trois volets susmentionnés devra faire l'objet d'une autre consultation publique.

Objet

Les projets de modification du règlement et de l'instruction générale ont pour objet de renforcer le cadre de GRL de tous les fonds d'investissement, conformément aux objectifs des ACVM consistant à protéger les investisseurs, à favoriser l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés ainsi qu'à réduire le risque systémique. Un cadre de GRL renforcé protégera les intérêts des investisseurs, aussi bien ceux qui sortent du fonds d'investissement que ceux qui y restent. Le fonds d'investissement ayant mis en place un cadre de GRL solide pourra mieux gérer la liquidité de son portefeuille afin de répondre de façon ordonnée aux demandes de rachat sans désavantager ses autres investisseurs. La mise en œuvre de cadres robustes chez tous les fonds d'investissement contribuera à l'équité et à l'efficacité des marchés et diminuera le risque de crises de liquidité qui pourraient avoir des répercussions sur l'ensemble du système financier.

Les ACVM proposent que les projets de modification du règlement et de l'instruction générale s'appliquent à tous les fonds d'investissement, que ces derniers soient des émetteurs assujettis ou non. Selon elles, l'exposition des deux types de fonds au risque de liquidité est similaire, et tous devraient se doter d'un cadre de GRL rigoureux pour l'atténuer.

En particulier, les projets de modification viendront inscrire dans la réglementation les indications fournies dans l'Avis 81-333 du personnel des ACVM, *Indications sur un cadre efficace de gestion du risque de liquidité à l'intention des fonds d'investissement (l'Avis 81-333)* sur trois des éléments clés du cadre de GRL présentés dans cet avis, soit *a)* une gouvernance efficace et solide, *b)* la création et un maintien continu et *c)* des simulations de crise. En outre, les projets de modification vont au-delà de ces indications en imposant des obligations plus précises quant aux politiques et aux procédures, à la supervision, au fonctionnement et aux simulations de crises se rapportant à la GRL.

Contexte

a) Faits nouveaux au Canada

En septembre 2020, les ACVM ont publié l'Avis 81-333 afin d'adresser des indications à l'intention des gestionnaires de fonds d'investissement sur l'élaboration et le maintien d'un cadre efficace de GRL des fonds d'investissement. Elles y traitaient des cinq éléments nécessaires à un tel cadre, soit a) une gouvernance efficace et solide, b) la création et un maintien continu, c) des simulations de crise, d) la présentation des risques de liquidité et e) l'emploi d'outils de GRL pour gérer les problèmes de liquidité réels et potentiels.

Depuis la publication de l'Avis 81-333, les ACVM ont poursuivi leur surveillance de la GRL des fonds d'investissement pour évaluer la mise en œuvre des bonnes pratiques qui y sont énoncées en la matière et faire connaître les outils de GRL et les obligations d'information à leur égard¹.

Dans son *Rapport sur la stabilité financière*² publié annuellement, la Banque du Canada souligne systématiquement les risques liés à l'asymétrie de liquidité auxquels pourraient être confrontés les organismes de placement collectifs (les **OPC**) à revenu fixe et les OPC marchés monétaires.

b) Faits nouveaux à l'étranger

La réglementation de la GRL à l'échelle internationale a connu une évolution considérable, principalement à l'initiative de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'**OICV**) et du Conseil de stabilité financière (le **CSF**). Il existe aussi chez les autorités en valeurs mobilières du monde entier une forte impulsion pour renforcer les cadres réglementaires en la matière.

L'OICV a publié en 2013 ses principes portant sur la réglementation et les pratiques sectorielles applicables aux OPC en matière de GRL³. En 2017, le CSF a publié ses recommandations en matière d'encadrement (les **recommandations de 2017 du CSF**), la plupart destinées à l'OICV, pour réagir aux risques auxquels est exposée la stabilité financière mondiale en raison des vulnérabilités structurelles associées aux activités de gestion d'actifs, y compris l'asymétrie de liquidité des fonds à capital variable⁴. Puis, en remplacement de ses principes publiés en

¹ Voir la page 11 du *Plan d'affaires des ACVM 2022-2025*, https://www.securities-administrators.ca/wp-content/uploads/2022/10/2022_2025_Plandaffaires_ACVM.pdf.

² Voir, par exemple, le *Rapport sur la stabilité financière – 2024*, <https://www.banqueducanada.ca/2024/05/rapport-sur-la-stabilite-financiere-2024/>.

³ OICV, *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report* (mars 2013), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>.

⁴ CSF, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (12 janvier 2017), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.

2013, l'OICV a publié en 2018 ses recommandations concernant la GRL à l'intention des OPC (les **recommandations de 2018 de l'OICV**)⁵, ainsi que les bonnes pratiques connexes⁶.

Examen thématique 2022 de l'OICV

En novembre 2022, l'OICV a publié le rapport intitulé *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations*⁷, lequel présente les résultats et observations de son examen thématique mené auprès de 25 pays membres, y compris le Canada. Cet examen portait sur la mise en œuvre de mesures réglementaires donnant suite aux recommandations de 2018 de l'OICV (**l'examen thématique 2022 de l'OICV**).

L'examen thématique 2022 de l'OICV a révélé que le cadre réglementaire canadien en matière de GRL se conformait « entièrement » à six des dix recommandations, et « généralement » aux quatre autres. Dans le cas de deux de ces quatre autres recommandations, l'OICV a souligné que le cadre canadien reposait sur des indications qui ne sont pas juridiquement exécutoires et qui, à certains égards selon elle, ne traitent pas l'ensemble des éléments clés pertinents de ces recommandations.

S'agissant de la recommandation relative à la réalisation d'une évaluation de la liquidité dans divers scénarios, l'OICV a jugé le Canada « généralement conforme », faisant remarquer que les indications n'exigent pas explicitement la tenue de telles évaluations régulières. En outre, le Canada s'est vu attribuer la même évaluation pour la recommandation portant sur la mise en œuvre d'autres outils de GRL, car l'OICV a observé un manque de souplesse dans l'application de certains de ces outils.

Évaluation de 2022 du CSF

En décembre 2022, le CSF a publié le rapport intitulé *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (**l'évaluation de 2022 du CSF**)⁸, lequel expose les constatations découlant de l'évaluation de la mise en œuvre et de l'efficacité des recommandations de 2017 du CSF.

Le CSF a conclu que, même si ces recommandations de 2017 demeuraient largement valables, certaines améliorations aux recommandations internationales et aux indications connexes rehausseraient considérablement le cadre en vigueur et les pratiques actuelles de gestion de la liquidité des fonds à capital variable.

Le CSF et l'OICV ont convenu de réviser leurs recommandations antérieures afin de s'attaquer à l'asymétrie de liquidité structurelle, de promouvoir l'utilisation des outils de GRL et de préciser le rôle que doivent jouer les gestionnaires de fonds et les autorités dans la mise en œuvre de

⁵ OICV, *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report* (février 2018), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>.

⁶ OICV, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration: Final Report* (février 2018), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>.

⁷ OICV, *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations: Final Report* (novembre 2022), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>.

⁸ CSF, *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (14 décembre 2022), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf>.

ces recommandations. Ils se sont également accordés pour élaborer des indications détaillées sur la conception et l'utilisation de tels outils, accroître la disponibilité des données relatives aux fonds à capital variable aux fins de surveillance de la stabilité financière et favoriser le recours aux simulations de crise.

Recommandations révisées du CSF en 2023

En décembre 2023, le CSF a publié le rapport intitulé *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*⁹ en remplacement des recommandations de 2017 du CSF. Les recommandations énoncées dans ce rapport (les **recommandations révisées du CSF en 2023**) sont destinées aux autorités de réglementation et de supervision financières.

Les recommandations susmentionnées traitent des thèmes suivants :

- l'adéquation de l'information et de la transparence;
- l'adéquation de la gestion de la liquidité, à l'étape de la conception et par la suite, y compris un système de classement en fonction de la liquidité;
- la capacité des outils et des mesures de GRL à composer avec les conditions de marché tendues;
- d'autres considérations relatives à la liquidité du marché.

Indications de l'OICV publiées en 2023

L'OICV a publié en décembre 2023 le rapport intitulé *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*¹⁰ (les **indications de l'OICV publiées en 2023**). Ce rapport présente des indications sur l'utilisation des outils de GRL anti-dilution par les fonds à capital variable afin d'amoinrir la dilution pour les investisseurs et l'avantage du premier sortant qui pourraient découler de l'asymétrie de liquidité de ces fonds.

Recommandations révisées de l'OICV en 2025

En mai 2025, l'OICV a publié le rapport intitulé *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (les **recommandations révisées de l'OICV en 2025**)¹¹ et des indications connexes dans celui intitulé *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management* (les **indications de l'OICV de 2025**)¹².

⁹ CSF, *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (20 décembre 2023), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201223-1.pdf>.

¹⁰ OICV, *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report* (décembre 2023), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>.

¹¹ OICV, *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report* (mai 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>.

¹² OICV, *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management: Final Report* (mai 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

Les recommandations révisées de l'OICV en 2025 mettent à jour les recommandations de 2018 de l'OICV à la lumière des recommandations révisées du CSF en 2023 et des indications de l'OICV publiées en 2023. Les principaux changements qui y sont effectués ont trait au système de classement en fonction de la liquidité abordé dans les recommandations révisées du CSF en 2023 ainsi qu'aux outils de GRL anti-dilution et fondés sur la quantité et aux autres mesures de gestion de la liquidité.

Pour faciliter une mise en œuvre efficace, les recommandations révisées de l'OICV de 2025 présentent des éléments techniques mettant l'accent sur les fonds à capital variable.

Recommandations du FMI en 2025

En août 2025, le Fonds monétaire international (le **FMI**) a publié le rapport intitulé *Financial System Stability Assessment for Canada*¹³ (le **rapport FSSA**). Il y recommandait que le Canada harmonise sa réglementation encadrant la liquidité des actifs détenus par les fonds faisant appel public à l'épargne avec les indications en la matière publiées par le CSF et l'OICV¹⁴. Il recommandait également que les autorités canadiennes resserrent leur approche en matière de simulation de crise à l'échelle du secteur¹⁵.

Résumé des projets de modification du règlement et de l'instruction générale

Voici un résumé des projets de modification du règlement et de l'instruction générale :

a) Cadre de GRL

Les ACVM proposent d'exiger que le fonds d'investissement établisse et maintienne un cadre de GRL.

Elles proposent que ce cadre requière du fonds d'investissement qu'il établisse, maintienne et applique des politiques et des procédures se rapportant à toutes les questions relatives à la GRL, y compris la conformité aux dispositions du projet de modification du règlement.

b) Dispositions opérationnelles

Les ACVM proposent un certain nombre de dispositions qui viseraient la GRL à diverses étapes du cycle de vie des fonds d'investissement, telles qu'à l'établissement d'un nouveau fonds, à la prise en considération des opérations de portefeuille prospectives et à la surveillance continue du portefeuille.

S'agissant de l'obligation de surveillance continue, les ACVM proposent des dispositions en matière de seuils et de cibles de liquidité ainsi que de simulations de crise. Elles proposent également des dispositions concernant les plans d'urgence.

¹³ Fonds monétaire international, *Canada: Financial System Stability Assessment – Press Release and Staff Report* (1^{er} août 2025), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/31/Canada-Financial-System-Stability-Assessment-Press-Release-and-Staff-Report-569167>.

¹⁴ Rapport FSSA, p. 24.

¹⁵ Rapport FSSA, p. 24.

c) Supervision

Les ACVM proposent d'obliger le fonds d'investissement à nommer un superviseur à la gestion de la liquidité ou à établir un comité sur la gestion de la liquidité pour assurer la supervision du cadre de GRL.

Dans les cas où le fonds d'investissement établit un comité sur la GRL, le projet de modification du règlement dispose notamment que ce comité compte parmi ses membres le chef de la conformité du gestionnaire ou une personne lui faisant rapport directement. Si le fonds d'investissement nomme un superviseur à la GRL, il prévoit que ce dernier doit être le chef de la conformité du gestionnaire, une personne physique lui faisant rapport directement ou une personne physique lui faisant rapport directement en ce qui concerne les questions de GRL.

Le projet de modification du règlement énonce également des dispositions relatives aux qualifications et aux fonctions du superviseur à la GRL ou du comité sur la GRL, ainsi qu'à la fréquence des réunions de ce comité, s'il y a lieu.

Dispositions transitoires et entrée en vigueur

Sous réserve de la nature des commentaires reçus sur les projets de modification du règlement et de l'instruction générale ainsi que des obligations réglementaires applicables, nous proposons que le projet de modification du règlement, s'il est approuvé, entre en vigueur trois mois après la date de publication finale.

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.

Consultation

Nous invitons les intervenants à soumettre des commentaires au sujet du projet de modification du règlement et de l'instruction générale.

Nous souhaitons obtenir des réponses aux questions suivantes :

1. Avez-vous des commentaires concernant l'article 6.1.1, *Cadre de gestion du risque de liquidité*?
2. Souhaitez-vous commenter l'article 6.1.2, *Dispositions opérationnelles*?
3. Avez-vous des commentaires sur l'article 6.1.3, *Supervision*?
4. Y a-t-il lieu d'exclure certains types de fonds d'investissement du projet de modification du règlement ou de certaines de ses dispositions? Veuillez motiver votre réponse.
5. Avez-vous d'autres commentaires sur les projets de modification du règlement et de l'instruction générale?

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 27 mars 2026.

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 du
 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 transmettre vos commentaires [ici](#). Ils seront distribués aux membres des ACVM participants.

Si le Québec est une autorité participante et que vous soumettez vos commentaires via le lien ci-dessus, vous soumettez également vos commentaires à :

M^e 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 : 514 864-8381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.albertasecurities.com, sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.ca. Nous invitons donc les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

Contenu des annexes

Le présent avis contient l'annexe suivante :

Annexe A : Document de consultation sur les outils de gestion du risque de liquidité, les catégories de liquidité ainsi que l'information et les données réglementaires

Questions

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

Autorité des marchés financiers

Sahra Badrudin
Analyste experte en fonds d'investissement
Direction de la surveillance des produits
d'investissement
Téléphone : 514 395-0337, poste 4427
Courriel : sahra.badrudin@lautorite.qc.ca

Marie-Aude Gosselin
Analyste experte en fonds d'investissement
Direction de la surveillance des produits
d'investissement
Téléphone : 514 395-0337, poste 4456
Courriel : marie-aude.gosselin@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

James Leong
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
Téléphone : 604 899-6681
Courriel : jleong@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
Téléphone : 403 355-2804
Courriel : jan.bagh@asc.ca

Melissa Yeh
Legal Counsel
Corporate Finance
Téléphone : 403 355-4181
Courriel : melissa.yeh@asc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Heather Kuchuran
Director
Corporate Finance
Téléphone : 306 787-1009
Courriel : heather.kuchuran@gov.sk.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Patrick Weeks
Deputy Director
Corporate Finance
Téléphone : 204 945-3326
Courriel : patrick.weeks@gov.mb.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Ritu Kalra
Senior Accountant
Investment Management
Téléphone : 416 721-3847
Courriel : rkalra@osc.gov.on.ca

Bryana Lee
Senior Legal Counsel
Investment Management
Téléphone : 416 593-2382
Courriel : blee@osc.gov.on.ca

Stephen Paglia
Vice President
Investment Management
Téléphone : 416 593-2393
Courriel : spaglia@osc.gov.on.ca

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

Ray Burke
Responsable
Financement des sociétés
Téléphone : 506 643-7435
Courriel : ray.burke@fcnb.ca

Nova Scotia Securities Commission

Jack Jiang
Securities Analyst
Téléphone : 902 424-7059
Courriel : jack.jiang@novascotia.ca

Peter Lamey
Legal Analyst
Téléphone : 902 424-7630
Courriel : peter.lamey@novascotia.ca

ANNEXE A

DOCUMENT DE CONSULTATION SUR LES OUTILS DE GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ, LES CATÉGORIES DE LIQUIDITÉ AINSI QUE L'INFORMATION ET LES DONNÉES RÉGLEMENTAIRES

Le 27 novembre 2025

Table des matières

A.	Introduction.....	2
	I. Objet et survol.....	2
	II. Contexte.....	2
B.	Outils de GRL.....	3
	I. Contexte.....	3
	II. Objet.....	5
	III. Aspects réglementaires entourant l'utilisation d'autres outils de GRL.....	6
	IV. Types d'outils de GRL.....	7
C.	Classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité.....	19
	I. Contexte.....	19
	II. Objet.....	19
	III. Système de classement éventuel.....	20
D.	Déclarations réglementaires et données relatives à la GRL.....	24
	I. Contexte.....	24
	II. Objet.....	25
	III. Obligations éventuelles.....	26
E.	Conclusion.....	29

A. Introduction

I. Objet et survol

Dans le cadre de leurs travaux visant à renforcer la réglementation de la GRL au Canada, les ACVM publient le présent document de consultation pour une période de consultation de 120 jours dans le but d'obtenir des commentaires sur des changements qu'il pourrait y avoir lieu d'ajouter au cadre réglementaire afin d'agir sur des aspects de la GRL qui ne sont pas abordés dans les projets de modification du règlement et de l'instruction générale.

Les ACVM souhaitent en particulier recueillir les avis sur les trois volets de la GRL ci-dessous :

1. les outils de GRL;
2. le classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité;
3. les déclarations réglementaires et les données relatives à la GRL.

Tout projet de nouvelles règles ou de modification des règles actuelles en vue d'établir des obligations concernant l'un ou l'autre de ces volets par suite de cette consultation devra faire l'objet d'une autre consultation publique.

S'agissant des outils de GRL, le présent document de consultation brosse le tableau de ceux qui sont couramment utilisés, y compris les avantages et inconvénients rattachés à chacun, et demande aux intervenants s'il est nécessaire de permettre, voire d'exiger, de recourir à de tels outils qui seraient actuellement interdits au Canada. Les ACVM sollicitent en outre des commentaires sur certains outils de GRL en particulier.

En ce qui concerne le classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité, le présent document de consultation propose un système de classement et invite les intervenants à le commenter dans son ensemble ainsi que sur certains éléments précis.

Quant aux déclarations réglementaires et aux données relatives à la GRL, le présent document de consultation soumet des obligations de déclaration publique et de déclaration confidentielle qu'il est envisagé d'instaurer, et appelle des réactions sur chacune d'elles.

II. Contexte

Tel que l'indique l'avis de consultation connexe, le CSF et l'OICV ont élaboré des recommandations et des indications relatives à la GRL au cours de la dernière décennie, et il existe actuellement chez les autorités en valeurs mobilières du monde entier une forte impulsion pour renforcer les cadres réglementaires en la matière.

En particulier, il y a eu récemment d'importants faits nouveaux réglementaires à l'échelle internationale en ce qui concerne les trois volets traités dans le présent document de consultation. Ils seront abordés en détail dans les rubriques ci-après.

B. Outils de GRL

I. Contexte

a) Les outils de GRL

Les outils de GRL, à savoir les techniques et outils utilisés pour gérer les besoins et les risques de liquidité, constituent une partie importante du cadre de GRL des gestionnaires de fonds d'investissement. Ces derniers peuvent s'en servir afin de gérer ces besoins dans les conditions de marché normales et tendues.

Il existe différents types d'outils de GRL, habituellement scindés en deux groupes : a) les outils anti-dilution ou fondés sur le prix, et b) les outils fondés sur la quantité.

Les outils anti-dilution ou fondés sur le prix ont pour but de transférer aux investisseurs les coûts estimatifs de la liquidité liés à la souscription ou au rachat de titres du fonds en ajustant sa valeur liquidative ou le cours auquel ses titres s'échangent. Ce type d'outils n'empêche pas les investisseurs d'effectuer des souscriptions ou de demander des rachats.

Les outils fondés sur la quantité viennent réduire les obligations en matière de liquidité du fonds en retardant ou en reportant les versements aux investisseurs. Ils sont considérés comme plus perturbants, car ils empêchent ces derniers d'avoir accès à leur capital investi, en tout ou en partie. En outre, il existe d'autres outils de GRL qui ne sont fondés ni sur le prix ni sur la quantité, comme les rachats en nature et l'emprunt.

b) Faits nouveaux sur la scène internationale

Il y a eu récemment une forte impulsion internationale en faveur de la nécessité d'accroître la disponibilité des outils de GRL dans les conditions de marché normales et tendues.

Dans l'examen thématique de 2022 de l'OICV, l'organisation a déterminé que le cadre réglementaire canadien est « généralement conforme » à la recommandation sur les outils de GRL¹. Elle a souligné qu'il y a, au Canada, un manque de souplesse dans l'application de certains de ces outils et que, à l'exception des frais de rachat, des rachats en nature et de la suspension des rachats, le recours à ces outils nécessite une dispense discrétionnaire accordée par les ACVM.

L'évaluation de 2022 du CSF a révélé que la plupart des pays autorisent les gestionnaires de fonds à capital variable à mettre en place un large éventail d'outils de GRL, et qu'il s'opère une hausse graduelle des mentions de ces outils dans les statuts constitutifs de ces fonds depuis la publication de ces recommandations². D'après ses constats, le recours aux outils anti-dilution a augmenté pendant le choc de la COVID-19 en réaction à la croissance des demandes de rachat, et il reste de la marge pour voir l'adoption des outils de GRL s'accroître, et en particulier les outils anti-dilution. Dans les cas où les outils de GRL sont disponibles, les coûts, les préoccupations sur le plan de la concurrence ou de la réputation ainsi que des obstacles

¹ OICV, *Thematic Review on Liquidity Risk Recommendations: Final Report* (novembre 2022), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>. Voir aussi la rubrique « Examen thématique 2022 de l'OICV » dans l'avis de consultation.

² CSF, *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (14 décembre 2022), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf>.

opérationnels ont pu empêcher des gestionnaires de fonds à capital variable de les inclure dans les statuts constitutifs de ces fonds et de les employer.

Les recommandations révisées du CSF en 2023 ont mis à jour les recommandations de 2017 du CSF à l'égard des outils de GRL³. Parmi les principaux changements, citons l'accent mis sur le besoin des autorités de veiller à ce que les gestionnaires de fonds à capital variable disposent d'une vaste gamme d'outils anti-dilution et fondés sur la quantité à mobiliser dans les conditions de marché normales et tendues, plutôt que de ne concentrer leurs efforts que sur la réponse aux demandes de rachat en période de tension sur le marché. En outre, le CSF a abordé davantage la nécessité d'inclure les outils anti-dilution dans les statuts constitutifs des fonds ainsi que d'en augmenter et d'en systématiser l'usage dans les conditions de marché normales et tendues, en insistant sur l'imposition aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs titres des coûts explicites et implicites de l'opération.

En outre, les indications de l'OICV publiées en 2023 sur l'utilisation des outils de GRL anti-dilution par les fonds à capital variable traitent de ce qui suit :

- le recours à des outils de GRL anti-dilution appropriés à l'égard des fonds à capital variable;
- le transfert du coût estimatif de la liquidité aux investisseurs qui souscrivent des titres ou en demandent le rachat;
- la nécessité pour les entités responsables⁴ de démontrer aux autorités le calibrage adéquat de la GRL pour les conditions de marché normales et tendues;
- l'établissement de seuils d'activation appropriés et suffisamment prudents des outils de GRL anti-dilution;
- l'application de mécanismes de gouvernance adéquats relativement aux processus décisionnels liés à l'utilisation des outils de GRL anti-dilution;
- la communication aux investisseurs d'une information claire concernant les objectifs et le fonctionnement de ces outils⁵.

Les recommandations révisées de l'OICV en 2025 ont actualisé les recommandations de 2018 de l'OICV en ce qui concerne les outils de GRL⁶. Tout d'abord, s'agissant de la cohérence entre, d'une part, la stratégie de placement et la liquidité du fonds à capital variable et, d'autre part, les modalités de souscription et de rachat de ses titres, l'organisation a fourni des indications sur les périodes de préavis, les périodes de blocage, les délais de règlement et les plafonds de rachat pour structurer les fonds à capital variable dont le portefeuille est largement composé d'actifs illiquides⁷.

³ CSF, *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (20 décembre 2023), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201223-1.pdf>.

⁴ Au Canada, l'entité responsable du fonds d'investissement est son gestionnaire.

⁵ OICV, *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (décembre 2023), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>.

⁶ OICV, *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report* (mai 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>.

⁷ Recommandation 3 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

En outre, l'OICV recommandait que l'entité responsable envisage et mette en œuvre un large éventail d'outils de GRL et de mesures, en conformité avec les lois et règlements locaux, à l'égard de chaque fonds à capital variable sous sa gestion, pour les conditions de marché normales et tendues⁸. Elle recommandait également que cette entité envisage le recours aux outils de GRL anti-dilution afin d'amoindrir toute dilution importante pour les investisseurs et l'éventuel avantage que l'asymétrie structurelle de la liquidité de ses fonds à capital variable confère au premier sortant (*first-mover advantage*)⁹.

Parmi les recommandations de 2018 de l'OICV, l'organisation a également mis à jour sa recommandation en matière de gouvernance pour y aborder spécifiquement le recours aux outils de GRL et à d'autres mesures de gestion de la liquidité¹⁰. Elle recommandait que les entités responsables mettent en place des mécanismes de gouvernance adéquats relativement à leurs processus de GRL, notamment des processus décisionnels clairs pour l'utilisation des outils de GRL et d'autres mesures de gestion de la liquidité dans les conditions de marché normales et tendues.

Au nombre des recommandations de 2018 de l'OICV, l'organisation a aussi actualisé sa recommandation concernant l'information à fournir sur le risque de liquidité et le processus de GRL d'un organisme de placement collectif (OPC) pour que celle-ci aborde la disponibilité et l'utilisation des outils de GRL et des mesures de gestion de la liquidité¹¹. Enfin, elle a également ajouté une nouvelle recommandation selon laquelle l'entité devrait publier de l'information claire sur les objectifs et le fonctionnement, y compris la conception et l'utilisation, des outils de GRL anti-dilution et d'autres mesures de gestion de la liquidité¹².

En août 2025, le FMI a recommandé dans le rapport FSSA que le Canada harmonise sa réglementation encadrant la liquidité des actifs détenus par les fonds faisant appel public à l'épargne avec les indications en la matière publiées par le CSF et l'OICV¹³, lesquelles comprendraient leurs indications et recommandations relatives aux outils de GRL.

II. Objet

Les outils de GRL constituent un élément important du cadre de GRL des fonds d'investissement, et servent deux objectifs principaux.

D'abord, ces outils protègent les porteurs restants de « l'avantage du premier sortant » et de l'effet dilutif des demandes de rachat par les autres investisseurs. En effet, afin de répondre à ces demandes, le fonds doit supporter des coûts pour liquider des actifs du portefeuille. En particulier, en période de tension sur le marché, on pourrait assister à un pic de demandes de rachat du fait que les investisseurs souhaitent éviter des pertes potentielles. Sans outils de GRL efficaces, ces coûts sont habituellement assumés par les investisseurs restants, plutôt que par

⁸ Recommandation 6 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

⁹ Recommandation 7 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

¹⁰ Recommandation 13 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

¹¹ Recommandation 16 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

¹² Recommandation 17 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

¹³ Fonds monétaire international, *Canada: Financial System Stability Assessment – Press Release and Staff Report* (1^{er} août 2025), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/31/Canada-Financial-System-Stability-Assessment-Press-Release-and-Staff-Report-569167>, p. 24.

les sortants. Les outils de GRL anti-dilution ou fondés sur les prix ont pour but d'atténuer ce problème et, de façon générale, ils sont utilisés comme outils de maintenance afin de prévenir les problèmes de liquidité.

Ensuite, les outils de GRL permettent aux gestionnaires de fonds d'investissement de mieux gérer les demandes de rachat, de façon ordonnée, en période de tension sur le marché ou de demandes de rachat anormalement élevées. Les outils fondés sur la quantité, habituellement employés en cas d'urgence durant ces périodes, aident les gestionnaires en limitant le nombre de demandes de rachat auxquelles ils doivent répondre dans un délai donné. Ainsi, les fonds ne sont pas contraints de se départir précipitamment d'actifs à prix réduit, ce qui serait désavantageux pour tous les porteurs. Le recours à de tels outils peut donner plus de temps aux gestionnaires pour tenter de disposer d'actifs du portefeuille à un prix qui ne sera pas considérablement moindre.

De manière générale, les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis n'utilisent actuellement que trois outils de GRL : la suspension des rachats, les frais de rachat et le rachat en nature. Les ACVM étudient la possibilité d'autoriser ces fonds à utiliser d'autres outils de GRL dans les conditions de marché normales et tendues afin de renforcer leur capacité à gérer la liquidité et à mieux protéger les investisseurs.

III. Aspects réglementaires entourant l'utilisation d'autres outils de GRL

La présente rubrique donne un aperçu de certains aspects réglementaires entourant l'utilisation d'autres outils de GRL.

Il existe différentes approches réglementaires pour ce qui est d'autoriser les fonds à utiliser d'autres outils de GRL. L'une d'elles consisterait à modifier les règles existantes afin de permettre le recours à certains outils de GRL par les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis sans qu'ils soient tenus de les adopter ou de les utiliser. Elle élargirait l'éventail des outils de GRL accessibles aux gestionnaires de fonds d'investissement pour les aider à gérer la liquidité et, en définitive, leur permettrait de décider, s'il y a lieu, des outils à mettre en place en fonction de leurs fonds. Les gestionnaires seraient sans doute les mieux placés pour prendre la décision, étant donné que les stratégies et les méthodes d'utilisation des outils de GRL peuvent différer d'un fonds à l'autre selon les circonstances. Cette approche pourrait toutefois avoir pour effet que les gestionnaires mettent en œuvre des outils de GRL différents pour des fonds de nature similaire.

Une autre voie consisterait à modifier les règles existantes dans le but non seulement de permettre l'utilisation d'outils de GRL supplémentaires, mais d'exiger des fonds qu'ils mettent en œuvre un nombre minimal de ces outils ou même certains outils spécifiques. Cette approche se veut une réponse à l'éventualité que des gestionnaires de fonds d'investissement décideraient de ne mettre en place aucun outil de GRL en raison d'un désavantage concurrentiel perçu. Notamment, certains gestionnaires pourraient choisir de n'en adopter aucun, de crainte que les investisseurs privilégient des fonds qui n'en comportent pas. En effet, certains investisseurs pourraient voir les fonds qui en auraient mis en place comme plus vulnérables aux problèmes de liquidité que les autres, ou préférer les fonds qui n'ont pas la capacité de rajuster le prix du rachat ou de retarder, voire d'empêcher, les demandes de rachat dans des circonstances exceptionnelles. Cette formule, qui obligerait les fonds à mettre en œuvre un nombre minimal

d'outils de GRL ou certains outils spécifiques viendrait éventuellement les placer sur un pied d'égalité.

Il convient de noter que, concrètement, les fonds d'investissement ne seront pas en mesure de mettre en place tous les types d'outils de GRL, car la mise en œuvre de certains pourrait entrer en conflit avec d'autres. En particulier, vu les différences dans les méthodes de calcul du prix du rachat, il serait improbable qu'un fonds puisse mettre en œuvre plusieurs outils de GRL anti-dilution ou fondés sur le prix. Par conséquent, même si les fonds étaient autorisés à recourir à une vaste gamme d'outils de GRL, ils ne seraient pas en mesure de les utiliser tous, et les gestionnaires de fonds d'investissement devraient sélectionner ceux qui conviennent à leurs fonds.

En outre, certains outils de GRL, dont bon nombre d'outils anti-dilution ou fondés sur le prix, doivent être intégrés au fonds lors de la conception du produit. Dans les cas des fonds existants, il pourrait se révéler nécessaire d'aviser le porteur ou d'obtenir son consentement ou son approbation, car la mise en œuvre de ces outils pourrait influencer sur le prix de rachat pour l'investisseur ou sa capacité à obtenir le rachat dans des circonstances exceptionnelles.

Finalement, suivant le type d'outil de GRL, le gestionnaire de fonds d'investissement pourrait devoir mettre en place une gouvernance et une surveillance internes avant de les activer.

IV. Types d'outils de GRL

Dans le but de broser un tableau plus complet des outils de GRL éventuellement autorisés par les ACVM, la présente rubrique donne un aperçu des plus courants, ainsi que de leurs avantages et inconvénients.

Outils de GRL anti-dilution ou fondés sur le prix

a) Ajustement de la valeur liquidative

L'ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*) se dit du processus par lequel la valeur liquidative du fonds est ajustée par application d'un facteur de variation qui reflète le coût de la liquidité des souscriptions nettes ou des rachats nets. Tous les investisseurs paieraient ou recevraient le même prix ajusté. En règle générale, cet ajustement n'est pas utilisé lors de la période de démarrage du fonds ou à sa dissolution.

Pour les besoins du présent document de consultation, les ACVM entendent par « ajustement de la valeur liquidative » l'application d'un facteur de variation tenant compte du coût de la liquidité des rachats nets, et excluant les souscriptions.

On recense deux grands types d'ajustement de la valeur liquidative. Le premier, dit « intégral », consiste à réduire la valeur liquidative chaque jour où elle est établie s'il y a des sorties nettes ce jour-là.

Le second, dit « partiel », n'est utilisé que si les sorties nettes sont supérieures à un seuil prédéterminé, couramment appelé « seuil d'ajustement ». Ce dernier consiste habituellement en un pourcentage ou un certain nombre de points de base. Parmi les types d'ajustement partiel de la valeur liquidative, citons le modèle à plusieurs niveaux, qui prévoit l'ajustement de la valeur liquidative du fonds en fonction de plusieurs seuils et facteurs prédéfinis. Selon ce

modèle, le fonds applique différents facteurs de variation correspondants lorsque les sorties nettes franchissent certains seuils.

Dans certains pays, un facteur de variation maximum est souvent communiqué dans le prospectus du fonds, par exemple 2 % de la valeur liquidative.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • À l'instar d'autres outils de GRL fondés sur le prix, l'ajustement de la valeur liquidative prévient la dilution en transférant les coûts des opérations aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs titres et amoindrit l'avantage du premier sortant. • Il s'agit d'un outil de GRL anti-dilution relativement économique, comparativement à d'autres outils entrant dans cette catégorie. • Il est très courant et bien établi dans certains pays. • Il peut servir de mesure dissuasive contre les activités de négociation fréquentes et d'anticipation du marché. • En périodes de hausse des coûts de liquidité, il peut servir de mesure dissuasive contre les rachats importants. • Si on le compare avec l'ajustement de la valeur liquidative intégral, le modèle d'ajustement de la valeur liquidative à plusieurs niveaux reflète mieux la courbe de négociation, car il tient compte de l'incidence de la dilution potentielle des différents volumes d'opérations. 	<ul style="list-style-type: none"> • L'ajustement de la valeur liquidative est relativement complexe, et sa mise en place ainsi que son fonctionnement requièrent une grande expertise. • Puisqu'il est déclenché par les sorties nettes du fonds, les investisseurs individuels pourraient être désavantagés dans le cas où il est déclenché par un rachat important demandé par un seul investisseur. • Il peut sembler trop complexe pour les investisseurs qui connaissent mal ce concept. • Il peut sembler opaque pour les investisseurs, le prix de rachat étant fonction de renseignements inconnus de l'investisseur demandant le rachat de ses titres (par exemple, cet investisseur pourrait ne pas savoir s'il y a des sorties nettes à la date du calcul). • Bien qu'il n'accroisse pas la volatilité de la valeur liquidative dans les faits, cette dernière peut sembler plus volatile pour les besoins de son calcul, car elle fluctuera selon l'application du facteur de variation.

b) Double valeur liquidative

La double valeur liquidative est un système par lequel, chaque fois que la valeur liquidative est établie, deux valeurs liquidatives sont calculées. Les investisseurs souscrivent des titres à la valeur la plus élevée et demandent le rachat à celle la moins élevée. L'écart entre les deux peut fluctuer pour tenir compte des coûts de liquidité dans la conjoncture du marché.

L'une des formes courantes que peut prendre la double valeur liquidative est que l'une correspond au cours vendeur des actifs sous-jacents, et l'autre, à leur cours acheteur. Une autre consiste à appliquer un écart ajustable situé autour de la valeur liquidative qui sert à établir le prix des actifs au cours moyen du marché. Cette forme de double valeur liquidative se fonde sur l'écart entre le cours acheteur auquel les rachats sont conclus et le cours vendeur auquel les souscriptions sont effectuées.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • À l'instar d'autres outils de GRL fondés sur le prix, la double valeur liquidative prévient la dilution en transférant les coûts des opérations aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs titres et amoindrit l'avantage du premier sortant. • Elle peut servir de mesure dissuasive contre les activités de négociation fréquentes et d'anticipation du marché. • En périodes de hausse des coûts de liquidité, elle peut servir de mesure dissuasive contre les rachats importants. • La double valeur liquidative reposant sur les cours acheteur et vendeur reflète totalement les fluctuations sur le marché. • La double valeur liquidative reposant sur un écart ajustable est dynamique et reflète les coûts de liquidité selon la conjoncture du marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • La double valeur liquidative est relativement complexe, et sa mise en place ainsi que son fonctionnement requièrent une grande expertise. • Elle impose une complexité et un fardeau opérationnel additionnels aux intermédiaires du fonds, aux fournisseurs de services ainsi qu'aux autres tiers, car ils auraient à composer avec deux cours par part différents à la date de l'opération. • Elle entraîne des coûts opérationnels pour les intermédiaires, car ils auraient à passer les ordres d'achat et de rachat séparément. • Il n'est pas dans la nature de la double valeur liquidative reposant sur les cours acheteur et vendeur de tenir compte des incidences importantes sur le marché ou des coûts d'opérations explicites, qu'il faudrait prendre en considération séparément au moyen d'un ajustement supplémentaire à la valeur liquidative.

c) Frais de rachat ou de liquidité

Les frais de rachat ou de liquidité sont des frais que les fonds exigent des investisseurs pour le rachat de leurs titres, et sont habituellement déduits de la valeur liquidative par part. Ces frais ont pour objectif de couvrir les coûts de liquidité associés au rachat.

Même si, au Canada, il était monnaie courante pour les fonds d'investissement qui comportaient une option de frais d'acquisition reportés avant leur interdiction¹⁴ d'exiger des frais de rachat, ces derniers étaient habituellement facturés aux investisseurs qui vendaient des titres du fonds pendant une période donnée et n'avaient pas nécessairement pour but de couvrir les coûts de liquidité.

Hormis en tant que frais rattachés à l'option de frais d'acquisition reportés, les frais de rachat ou de liquidité au Canada ont souvent pris la forme de frais appliqués aux opérations de grande taille (lorsque le rachat de titres ou leur échange contre ceux d'un autre fonds dépassent un certain seuil de valeur) et de frais d'opérations à court terme (lorsque, dans un délai prédéterminé suivant la souscription de titres du fonds ou un échange pour des titres de celui-ci, l'investisseur en demande le rachat ou leur échange contre ceux d'un autre fonds).

¹⁴ Voir l'*Avis multilatéral des ACVM*, Règlement modifiant le Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif et modifications corrélatives concernant l'interdiction des frais d'acquisition reportés applicable aux fonds d'investissement, et l'*Avis 81-731* du personnel de la CVMO, *Next Steps on Deferred Sales Charges*.

Cependant, les gestionnaires de fonds d'investissement peuvent facturer des frais de rachat ou de liquidité dans le but explicite de transférer les coûts de liquidité aux investisseurs demandant le rachat, ces frais pouvant être obligatoires ou discrétionnaires. Si les frais sont obligatoires, ils s'appliquent à chaque rachat; sinon, leur application est laissée à l'appréciation du gestionnaire.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • À l'instar d'autres outils de GRL fondés sur le prix, les frais de rachat ou de liquidité préviennent la dilution en transférant les coûts des opérations aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs titres et amoindrissent l'avantage du premier sortant. • Il s'agit d'un outil de GRL anti-dilution relativement simple et économique, comparativement à d'autres outils entrant dans cette catégorie. • Ils peuvent servir de mesure dissuasive contre les activités de négociation fréquentes. • En périodes de hausse des coûts de liquidité, ils peuvent servir de mesure dissuasive contre les rachats importants. • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, ils ne nécessitent aucune modification de la valeur liquidative et, par conséquent, n'ont aucune incidence sur le rendement. • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, ils sont plus transparents et compréhensibles pour les investisseurs. • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, ils peuvent être structurés pour ne s'appliquer qu'aux investisseurs individuels dont les demandes de rachat atteignent un certain seuil. 	<ul style="list-style-type: none"> • Des frais de rachat ou de liquidité élevés pourraient nuire aux porteurs qui doivent demander le rachat de leurs titres en raison de difficultés financières. • S'ils sont appliqués de manière discrétionnaire, ils peuvent avantager ou désavantager injustement certains investisseurs. • S'ils sont appliqués de manière discrétionnaire, les investisseurs pourraient ne pas savoir quand ceux-ci leur seront facturés, ni le montant. • Si leur applicabilité est laissée à l'appréciation des gestionnaires de fonds, ces derniers pourraient hésiter à les imposer par crainte de plaintes des investisseurs ou pour d'autres motifs liés à la réputation.

d) Droits anti-dilution

Les droits anti-dilution (*anti-dilution levies*) sont des droits ou des frais variables que le fonds d'investissement impose aux investisseurs qui souscrivent des titres ou en demandent le rachat. Pour les besoins du présent document de consultation, les ACVM emploient le terme à propos

des investisseurs qui demandent le rachat de titres, plutôt qu'à ceux qui en souscrivent. Dans le contexte d'un rachat, les droits anti-dilution, à savoir une somme déduite du pourcentage de la valeur liquidative auquel a droit le porteur qui demande le rachat, ont pour but de payer les coûts associés à l'opération de rachat, comme les frais de négociation et les charges administratives.

Il existe plusieurs façons d'imposer des droits anti-dilution. Ces derniers peuvent soit reposer sur les sorties nettes du fonds et être appliqués à tous les porteurs sortants, soit dépendre des sorties de l'investisseur pris individuellement et lui être facturés en conséquence.

Bien que les droits anti-dilution soient semblables aux frais de rachat, au sens où ils réduisent tous les deux le pourcentage de la valeur liquidative auquel aurait droit le porteur sortant, les frais de rachat sont généralement assortis d'un taux fixe, tandis que les droits anti-dilution comportent des taux variables ajustables en fonction de la conjoncture du marché. Par exemple, on pourrait augmenter le taux lié à un droit anti-dilution en période de tension sur le marché ou de hausse des demandes de rachat.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, les droits anti-dilution ne nécessitent aucune modification de la valeur liquidative et, par conséquent, n'ont aucune incidence sur le rendement. • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, ils sont plus transparents, voire sans doute plus compréhensibles, pour les investisseurs. • Contrairement à d'autres outils de GRL fondés sur le prix, comme l'ajustement de la valeur liquidative et la double valeur liquidative, ils peuvent être structurés de façon à ne s'appliquer qu'aux investisseurs individuels dont la demande de rachat franchit un certain seuil. • Ils peuvent servir de mesure dissuasive contre les activités de négociation fréquentes et d'anticipation du marché. • En périodes de hausse des coûts de liquidité, ils peuvent servir de mesure dissuasive contre les rachats importants. 	<ul style="list-style-type: none"> • Comparativement aux frais de rachat, les droits anti-dilution sont relativement complexes et difficiles à mettre en œuvre, car ils fluctuent et tiennent compte de différents facteurs et conditions. • Appliqués arbitrairement, ils peuvent avantager ou désavantager injustement certains investisseurs. • La transparence au chapitre des limites des droits anti-dilution peut faire que certains investisseurs demandant le rachat de leurs titres tenteront de « déjouer » le système. • Si leur applicabilité est laissée à l'appréciation des gestionnaires de fonds, ces derniers pourraient hésiter à imposer les frais par crainte de plaintes des investisseurs ou pour d'autres motifs liés à la réputation. • Des droits anti-dilution élevés pourraient nuire aux porteurs qui doivent demander le rachat de leurs titres en raison de difficultés financières.

e) Valorisation au cours acheteur ou vendeur

La valorisation au cours acheteur ou vendeur est une procédure consistant à valoriser des actifs non pas sur le cours moyen, mais sur le cours acheteur ou vendeur en fonction des flux nets du fonds. Elle donnerait lieu à des ajustements du calcul de la valeur liquidative qui reflèterait les

coûts des opérations des rachats. En cas d'entrées nettes, la valeur liquidative repose sur le cours vendeur; s'il y a des sorties nettes, elle est fondée sur le cours acheteur.

Une variante de cette procédure comporte l'établissement d'un seuil qui détermine s'il faut valoriser les actifs selon le cours acheteur ou le cours vendeur.

Si l'on opte pour cette procédure, la valeur liquidative est la même pour tous les investisseurs.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • La valorisation au cours acheteur ou vendeur tient compte des coûts réels des opérations de rachat. • À l'instar d'autres outils de GRL fondés sur le prix, la valorisation au cours acheteur ou vendeur prévient la dilution en transférant les coûts des opérations aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs titres et amoindrit l'avantage du premier sortant. • Elle peut servir de mesure dissuasive contre les activités de négociation fréquentes et d'anticipation du marché. • En périodes de hausse des coûts de liquidité, elle peut servir de mesure dissuasive contre les rachats importants. 	<ul style="list-style-type: none"> • Étant donné que la valorisation au cours acheteur ou vendeur est déclenchée par les sorties nettes du fonds, les investisseurs individuels peuvent se trouver désavantagés lorsqu'un rachat important pour un seul investisseur entraîne une telle valorisation. • La valorisation au cours acheteur ou vendeur est plus complexe à comprendre pour les investisseurs. • Aux yeux des investisseurs, elle peut sembler opaque, car le prix de rachat peut être fonction de renseignements qui ne sont pas connus de l'investisseur demandant le rachat (par exemple, cet investisseur pourrait ne pas savoir s'il y a des sorties nettes à la date du calcul). • Bien qu'elle n'accroisse pas la volatilité de la valeur liquidative dans les faits, cette dernière peut sembler plus volatile pour les besoins de son calcul, car sa valorisation alternera entre le cours acheteur et le cours vendeur.

Outils de GRL fondés sur la quantité

f) **Élargissement de la suspension des rachats**

La suspension des rachats signifie que le fonds suspend le droit des investisseurs à demander le rachat de leurs titres pour une période donnée. Généralement appliquée sur une courte période dans des conditions de marché exceptionnelles, elle est couramment considérée comme une solution de dernier recours.

Au Canada, la suspension des rachats est permise lorsque les négociations normales sont suspendues sur une bourse de valeurs, un marché d'options ou un marché à terme, et qu'un certain nombre d'autres conditions sont réunies¹⁵. En toute autre circonstance, le gestionnaire

¹⁵ Selon le paragraphe 1 de l'article 10.6 du Règlement 81-102 :

« Le fonds d'investissement peut suspendre le droit des porteurs de demander le rachat de leurs titres dans les cas suivants :

de fonds d'investissement doit obtenir l'approbation des autorités en valeurs mobilières concernées pour suspendre les rachats¹⁶.

Dans certains autres pays, la suspension des rachats est permise dans d'autres circonstances ou laissée à l'appréciation du gestionnaire de fonds. Dans certains, l'autorité de réglementation peut exiger la suspension des rachats si elle la juge nécessaire dans l'intérêt public, y compris pour des raisons de stabilité financière.

Il peut arriver que le gestionnaire du fonds estime que la suspension des rachats est requise au-delà de la durée de la suspension des négociations normales sur une bourse de valeurs, notamment lorsque les demandes de rachat quotidiennes visant le fonds sont supérieures à un seuil prédéterminé ou qu'est survenu un incident de cybersécurité.

L'élargissement du pouvoir de suspension des rachats au Canada pourrait inclure l'élargissement des types de circonstances pouvant mener à une telle suspension sans approbation réglementaire.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • La suspension des rachats permet au fonds de répondre rapidement et efficacement aux problèmes de liquidité. • En permettant la répartition des rachats au fil du temps, la suspension des rachats prévient les sorties soudaines de trésorerie qui pourraient forcer la vente d'actifs dans des circonstances défavorables ou laisser aux investisseurs restants un portefeuille moins liquide ou plus risqué. • Elle est équitable pour tous les investisseurs. • Elle donne plus de temps aux gestionnaires de fonds d'investissement, aux investisseurs et aux autres participants au marché pour communiquer entre eux, ce qui pourrait mener les investisseurs à revenir sur leur décision de demander un rachat. 	<ul style="list-style-type: none"> • La suspension des rachats devrait être un outil de dernier recours, et l'élargissement de sa portée pourrait mener à des abus. • Elle pourrait envoyer le signal au marché que le fonds est en « difficulté », ce qui pourrait avoir de plus amples conséquences néfastes, comme un effet de contagion et le ternissement de la réputation du gestionnaire de fonds d'investissement. • Elle pourrait nuire aux porteurs pour qui le rachat des titres est nécessaire en raison de difficultés financières.

- a) pendant tout ou partie d'une période au cours de laquelle les négociations normales sont suspendues sur une bourse de valeurs, un marché d'options ou un marché à terme, au Canada ou à l'étranger, à condition que les titres inscrits à la cote de la bourse ou du marché ou sur lesquels ils se négocient ou les dérivés visés qui y sont négociés représentent en valeur ou en exposition au marché sous-jacent plus de 50% de l'actif total du fonds d'investissement, sans tenir compte du passif, et que ces titres ou ces dérivés visés ne sont négociés sur aucune autre bourse ou aucun autre marché qui offre une solution de rechange raisonnablement pratique pour le fonds d'investissement;
- b) dans le cas d'un fonds clone, pendant tout ou partie d'une période au cours de laquelle le fonds d'investissement dont il suit le rendement a suspendu les rachats. ».

¹⁶ Voir le paragraphe 1 de l'article 5.5 du Règlement 81-102.

g) Plafonnement des rachats

Le plafonnement des rachats (*gates*) est le mécanisme par lequel le fonds d'investissement restreint le montant de la valeur liquidative pouvant faire l'objet d'un rachat un jour de bourse donné si les demandes de rachat des investisseurs sont supérieures à un seuil prédéfini, généralement exprimé en pourcentage du total de l'actif du fonds. En règle générale, il est imposé après que ce seuil est franchi. Une fois déclenché, seule une tranche au prorata de la demande de rachat de chaque investisseur est traitée immédiatement, et le solde sera reporté au jour de bourse suivant ou, dans certains cas, annulé.

Il arrive que le plafonnement des rachats ne soit que temporaire, et que le gestionnaire de fonds d'investissement le retire après un certain temps.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • En permettant la répartition des rachats au fil du temps, le plafonnement des rachats prévient les sorties soudaines de liquidités qui pourraient forcer la vente d'actifs à des conditions défavorables ou laisser aux investisseurs restants un portefeuille moins liquide ou plus risqué. • Il donne plus de temps aux gestionnaires de fonds d'investissement, aux investisseurs et aux autres participants au marché pour communiquer entre eux, ce qui pourrait mener les investisseurs à revenir sur leur décision de demander un rachat. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le plafonnement des rachats pourrait envoyer le signal au marché que le fonds est en « difficulté », ce qui pourrait avoir de plus amples conséquences néfastes, comme un effet de contagion et le ternissement de la réputation du gestionnaire de fonds d'investissement. • Sauf s'il est mis en œuvre au prorata, il peut encore avantager les premiers sortants qui demandent le rachat de leurs titres avant qu'il ne soit déclenché. • S'il n'est pas temporaire, il restreint la capacité des investisseurs à faire racheter leurs parts.

h) Période de préavis

La période de préavis s'entend du délai que l'investisseur doit accorder au fonds d'investissement entre la demande de rachat de ses titres et le rachat effectif. Elle n'englobe pas le délai de règlement et peut ne pas inclure, par exemple, la période entre le moment où la demande est transmise au courtier et celui où elle est reçue par le fonds d'investissement. De façon générale, la période de préavis s'applique à tous les investisseurs du fonds. Dans certains cas, elle peut ne viser que certaines périodes.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • La période de préavis permet au fonds de répondre aux demandes de rachat de façon ordonnée sans être contraint de vendre des actifs du portefeuille à prix réduit, ce qui serait désavantageux pour les investisseurs restant dans le fonds. 	<ul style="list-style-type: none"> • La période de préavis retarde le moment auquel l'investisseur recevra le produit du placement dont il demande le rachat, ce qui est particulièrement désavantageux dans le cas où il a besoin de capitaux le plus rapidement possible.

<ul style="list-style-type: none"> • Elle donne au fonds la capacité d'aligner les besoins en matière de rachats sur la liquidité sous-jacente des placements. • Elle permet la vente harmonieuse et ordonnée d'actifs du portefeuille pour honorer un nombre substantiel de demandes de rachat sans envoyer de signal négatif au marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le délai d'attente pour recevoir le produit du placement peut dissuader l'investisseur de choisir ce fonds. • S'agissant des fonds effectuant des rachats quotidiennement, une période de préavis pourrait être perçue comme trompeuse par les investisseurs qui s'attendent à pouvoir faire racheter leurs titres sur demande. • La période de préavis peut inciter certains gestionnaires de fonds d'investissement à investir dans des actifs moins liquides.
---	--

i) Prolongation du délai de règlement

Le délai de règlement est la période s'étirant de la date de la demande de rachat à celle où le rachat est finalisé et réglé. La prolongation de ce délai relativement à un rachat donnerait au gestionnaire de fonds plus de temps pour vendre les actifs du portefeuille qui permettront de satisfaire aux demandes de rachat de façon ordonnée.

Dans certains cas, la prolongation pourrait ne s'appliquer que dans certaines circonstances, notamment lorsque les rachats dépassent un seuil prédéfini.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • La prolongation du délai de règlement permet au fonds de répondre aux demandes de rachat de façon ordonnée sans qu'il soit contraint de vendre des actifs du portefeuille à prix réduit, ce qui serait désavantageux pour les investisseurs restant dans le fonds. • Elle donne au fonds la capacité d'aligner les besoins en matière de rachats sur la liquidité sous-jacente des placements. • Elle permet la vente harmonieuse et ordonnée d'actifs du portefeuille pour honorer un nombre substantiel de demandes de rachat sans envoyer de signal négatif au marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • La prolongation du délai de règlement retarde le moment auquel l'investisseur recevra le produit du placement dont il demande le rachat, ce qui est particulièrement désavantageux dans le cas où il a besoin de capitaux le plus rapidement possible. • Le délai d'attente pour recevoir le produit du placement peut dissuader l'investisseur de choisir ce fonds. • S'agissant des fonds effectuant des rachats quotidiennement, la prolongation du délai de règlement pourrait être perçue comme trompeuse par les investisseurs qui s'attendent à pouvoir faire racheter leurs titres sur demande. • La prolongation du délai de règlement peut inciter certains gestionnaires de fonds d'investissement à investir dans des actifs moins liquides. • Contrairement à ce qui se produit dans le cas des périodes de préavis, la valeur liquidative que recevront les investisseurs sortants est déterminée avant que les gestionnaires amorcent la vente des

	actifs, ce qui pourrait conduire à un traitement inéquitable entre les investisseurs, car les sortants immobilisent artificiellement le prix auquel ils vendront leurs titres du fonds, laissant les investisseurs restants assumer un plus grand risque de marché qu'à l'habitude.
--	---

j) Cantonnement

Le cantonnement (*side pocket*) est un mécanisme par lequel le gestionnaire de fonds sépare certains actifs illiquides des actifs liquides du portefeuille en les « cantonnant » dans un compte ou un fonds distinct, souvent appelé « fonds de cantonnement ». On y a fréquemment recours lorsqu'il est difficile, voire impossible, de valoriser les actifs illiquides, ce qui nuit à la capacité du gestionnaire de fonds à les vendre.

Si le cantonnement est mis en œuvre, les investisseurs actuels du fonds reçoivent une quote-part du fonds de cantonnement. Le capital des investisseurs actuels demandant le rachat de leurs titres demeure investi dans le fonds de cantonnement jusqu'à ce que les actifs qui s'y trouvent puissent être vendus; quant aux nouveaux investisseurs, ils ne reçoivent aucune part des actifs cantonnés. Le fonds liquide demeure ouvert aux souscriptions et aux rachats.

Dans certains pays, le cantonnement peut prendre la forme d'un compte distinct. S'il devait être autorisé au Canada, il devra vraisemblablement prendre celle d'un fonds séparé. En effet, selon les dispositions du paragraphe 1 de l'article 1.3 du Règlement 81-102, chaque section, partie, catégorie ou série d'une catégorie de titres d'un fonds d'investissement à laquelle on peut rattacher un portefeuille distinct d'actif est considérée comme un fonds d'investissement distinct.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> Le cantonnement protège les investisseurs en amoindrissant l'avantage du premier sortant et en évitant le scénario du « dernier survivant ». Il fait que seuls les investisseurs actuels seront touchés par le rendement des placements illiquides cantonnés, et non les nouveaux. Il empêche la vente forcée d'actifs illiquides dans des conditions défavorables. Il donne accès à la composante liquide du portefeuille sans compromettre l'intégrité de l'ensemble du portefeuille. Il garantit le traitement équitable des investisseurs, ces derniers recevant une 	<ul style="list-style-type: none"> Le cantonnement restreint la possibilité des investisseurs de faire des retraits du fonds, y compris dans le temps. Il peut nuire aux porteurs pour qui le rachat des titres est nécessaire en raison de difficultés financières. Il accroît le coût d'opportunité d'investir, car il élimine la capacité des investisseurs de retirer leur capital de fonds sous-performants. Il peut mener, pour les nouveaux investisseurs, à des rendements qui diffèrent de ceux des investisseurs actuels. Sa mise en œuvre peut nécessiter la création d'un fonds d'investissement

<p>quote-part de la composante illiquide du portefeuille.</p> <ul style="list-style-type: none"> Il permet au fonds de poursuivre sa croissance et d'exploiter la composante liquide du portefeuille sans être plombé par la composante illiquide. 	<p>distinct, qui comportera des coûts et un fardeau opérationnel.</p> <ul style="list-style-type: none"> Il peut donner lieu à des conflits d'intérêts, à savoir que les actifs illiquides pourraient être cantonnés pour des raisons ne relevant pas de la gestion du risque de liquidité, comme maintenir les honoraires du gestionnaire sur la composante liquide du portefeuille.
---	--

Autres outils de GRL

k) Hausse provisoire de la limite d'emprunt

À l'heure actuelle, le Règlement 81-102¹⁷ impose aux fonds d'investissement des limites d'emprunt. Les règles autorisent les fonds d'investissement à emprunter des fonds ou de constituer une sûreté sur un actif du portefeuille si l'opération constitue une mesure provisoire a) pour répondre à des demandes de rachat de titres du fonds d'investissement pendant qu'il effectue une liquidation ordonnée d'actifs du portefeuille, ou b) pour lui permettre de régler des opérations de portefeuille, dans les deux cas, à la condition que l'encours de tous les emprunts du fonds d'investissement n'excède pas 5 % de sa valeur liquidative au moment de l'emprunt.

Permettre aux fonds d'augmenter temporairement leur limite d'emprunt peut les aider à honorer les demandes de rachat de façon provisoire. Cette mesure pourrait signifier une hausse de cette limite au-dessus de 5 % de la valeur liquidative du fonds.

Les ACVM ont déjà accordé des dispenses discrétionnaires autorisant l'augmentation de la limite d'emprunt, ou exemptant les fonds de la respecter, dans certaines circonstances. Par exemple, en avril 2020, elles ont ouvert aux OPC qui investissaient dans des titres à revenu fixe une dispense temporaire de la limite d'emprunt pour qu'ils puissent répondre aux demandes de rachat pendant une période d'environ trois mois au cours de la pandémie de COVID-19¹⁸. Plus particulièrement, la dispense temporaire visait à faciliter la liquidation ordonnée de ces titres en réaction aux perturbations à court terme sur le marché des titres à revenu fixe qui découlaient de la pandémie.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> Comparativement aux outils de GRL plus complexes, emprunter peut se faire assez rapidement. Contrairement à d'autres outils de GRL, l'emprunt n'a aucune incidence sur la capacité des investisseurs à demander le 	<ul style="list-style-type: none"> En définitive, les coûts d'emprunt et les risques qui y sont associés seraient assumés par les investisseurs restant dans le fonds. Sauf indication dans l'information fournie sur chaque opération d'emprunt, les

¹⁷ Voir l'article 2.6 du Règlement 81-102.

¹⁸ ACVM, *Les autorités en valeurs mobilières du Canada haussent temporairement les limites d'emprunt à court terme pour les organismes de placement collectif qui investissent dans des titres à revenu fixe*, 17 avril 2020, <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/nouvelles/les-autorites-en-valeurs-mobilieres-du-canada-haussent-temporairement-les-limites-demprunt-a-court-terme-pour-les-organismes-de-placement-collectif-qui-investissent-dans-des-titres-a-revenu-f/>.

rachat de leurs titres ni ne modifie, explicitement ou directement, le prix de rachat.	investisseurs pourraient ne pas être au fait des emprunts effectués pour gérer les besoins en matière de liquidité.
--	---

Question 1 : S'agissant des fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis, est-il nécessaire pour les ACVM d'autoriser l'utilisation d'outils de GRL qui sont interdits à l'heure actuelle? Veuillez motiver votre réponse et, s'il y a lieu, nommer ceux qu'elles devraient autoriser.

Question 2 : En votre qualité de gestionnaire de fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis, est-il déjà arrivé que l'un de vos fonds d'investissement aurait gagné à pouvoir utiliser un outil de GRL qui est interdit actuellement? Dans l'affirmative, veuillez fournir une explication, notamment la raison pour laquelle vous n'avez pas demandé à l'autorité en valeurs mobilières concernée une dispense qui en aurait permis l'utilisation.

Question 3 : Y a-t-il certains outils de GRL dont les ACVM ne devraient pas permettre l'utilisation aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis? Dans l'affirmative, veuillez nommer lesquels et motiver votre réponse.

Question 4 : Les ACVM devraient-elles imposer aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis l'adoption d'outils de GRL, notamment en exigeant la mise en œuvre d'un nombre minimal d'outils, ou, par exemple, d'un nombre minimal d'outils fondés sur le prix? Veuillez motiver votre réponse et, s'il y a lieu, nommer ces outils.

Question 5 : Les ACVM devraient-elles élargir les circonstances dans lesquelles un fonds d'investissement qui est un émetteur assujetti est autorisé à suspendre les droits de rachat sans approbation réglementaire au-delà de celles visées au paragraphe 1 de l'article 10.6 du Règlement 81-102? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse et préciser ces circonstances.

Question 6 : Les ACVM devraient-elles hausser la limite d'emprunt temporaire au-delà de ce que permet l'article 2.6 du Règlement 81-102? Dans l'affirmative, veuillez fournir une explication et indiquer les paramètres possibles de cette limite.

Question 7 : Les ACVM devraient-elles envisager d'autoriser ou d'obliger les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis à utiliser des outils de GRL ne faisant pas l'objet du présent document de consultation? Veuillez expliquer votre réponse.

Question 8 : Est-ce que certains types de fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis devraient a) être exonérés des obligations relatives aux outils de GRL, b) être soumis à des obligations différentes en la matière ou c) se voir interdire l'utilisation de certains outils de GRL? Veuillez motiver votre réponse.

C. Classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité

I. Contexte

Dans les recommandations révisées du CSF en 2023, il est proposé que les autorités exposent leur approche en matière de classement des actifs dans les catégories liquide, moins liquides, illiquide ou toute autre catégorie comparable¹⁹. Le CSF recommandait qu'une telle approche soit fondée sur la liquidité des actifs du fonds dans les conditions de marché normales et tendues. Ces recommandations comprennent également des indications invitant les autorités à envisager de classer le portefeuille tout entier d'un fonds en fonction de sa liquidité, de sorte que le fonds soit considéré comme investissant principalement dans des actifs liquides, investissant principalement dans des actifs moins liquides ou affectant une proportion importante de son portefeuille dans des actifs illiquides.

Les recommandations révisées de l'OICV en 2025 font écho à celles du CSF concernant le classement des actifs et celui du portefeuille du fonds dans son ensemble²⁰.

Comme on l'a vu précédemment, le FMI recommandait, dans son rapport FSSA, que le Canada harmonise sa réglementation encadrant la liquidité des actifs détenus par les fonds faisant appel public à l'épargne avec les indications en la matière publiées par le CSF et l'OICV²¹, lesquelles comprendraient leurs indications et recommandations relatives aux catégories de liquidité.

II. Objet

Les ACVM estiment que le classement des actifs du portefeuille en catégories de liquidité comporte quatre objectifs.

Premièrement, le classement permet au gestionnaire de fonds d'investissement de composer, pour le fonds, un portefeuille qui répond à ses besoins en matière de liquidité en appariant les demandes de rachat attendues de son bassin d'investisseurs avec la composition appropriée d'actifs en portefeuille en fonction du temps qu'il faudrait pour convertir les actifs en trésorerie sans les dévaluer.

Deuxièmement, le classement permettrait au gestionnaire de fonds d'investissement de veiller en tout temps à ce que le profil de liquidité du portefeuille continue de répondre aux besoins en matière de liquidité du fonds. En particulier, le système de classement rehausserait la capacité du fonds à ajuster la composition du portefeuille lorsque le gestionnaire doit anticiper les difficultés ou y réagir.

L'obligation de classement permettrait aux fonds d'investissement de gérer leur capacité à honorer les demandes de rachat pendant certaines périodes circonscrites en classant leurs placements en fonction du temps nécessaire pour en disposer et régler l'opération sans conséquence négative sur leur prix. Cet avantage s'applique tant à l'étape de la conception que par la suite.

¹⁹ Recommandation 3 des recommandations révisées du CSF en 2023.

²⁰ Recommandation 3 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

²¹ Rapport FSSA, p. 24.

Troisièmement, la déclaration publique du classement des actifs du portefeuille d'un fonds dans des catégories de liquidité procurerait aux investisseurs la transparence quant à la liquidité du portefeuille dont ils ont besoin pour évaluer la liquidité relative du fonds et ainsi prendre des décisions d'investissement plus éclairées.

Enfin, le système de classement faciliterait la production de déclarations utiles aux autorités en valeurs mobilières concernées relativement aux caractéristiques de liquidité du portefeuille d'un fonds d'investissement, déclarations qui leur permettraient de surveiller les tendances et les risques en matière de liquidité à l'échelle du système.

S'agissant aussi bien des déclarations publiques que des déclarations aux autorités en valeurs mobilières, les ACVM sont d'avis qu'un système normalisé de classement de la liquidité assurerait l'uniformité dans le secteur des fonds d'investissement, ce qui répondrait aux besoins de comparabilité des investisseurs et de surveillance des autorités.

III. Système de classement éventuel

Les ACVM envisagent d'imposer à l'ensemble des fonds d'investissement, y compris ceux qui ne sont pas émetteurs assujettis, ainsi que pour chaque nouveau placement, de nouvelles obligations de classement en fonction de la liquidité de chaque placement du fonds à l'étape de la conception de ce dernier. Il serait également question d'obliger les fonds d'investissement à revoir de façon continue le classement de chacun des placements du fonds.

Les obligations éventuelles prévoiraient également, entre autres, que les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis informent les investisseurs du pourcentage des actifs du portefeuille qui se trouvent dans chaque catégorie de liquidité. En outre, elles exigeraient de tous les fonds d'investissement, y compris ceux qui ne sont pas émetteurs assujettis, qu'ils déclarent aux autorités en valeurs mobilières, sous le couvert de la confidentialité, la catégorie de liquidité de chaque placement détenu. Les obligations éventuelles en matière de déclaration sont traitées en détail ci-après, sous la rubrique « Déclarations réglementaires et données relatives à la GRL ».

a) Catégories

Le système de classement reposerait sur le nombre de jours ouvrables au cours desquels il est aisé de disposer d'un actif du portefeuille et de régler l'opération à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel cet actif est valorisé selon le calcul de la valeur liquidative par titre du fonds.

Le système de classement se composerait des catégories suivantes :

1. Actifs très liquides : actifs dont la cession et son règlement peuvent aisément se faire à l'intérieur d'un délai de trois jours ouvrables dans les conditions de marché normales et tendues à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel l'actif est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds.
2. Actifs moyennement liquides : actifs dont la cession et son règlement peuvent aisément se faire à l'intérieur d'un délai de quatre ou cinq jours ouvrables dans les conditions de marché normales et tendues à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel l'actif est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds.

3. Actifs moins liquides : actifs dont la cession peut aisément se faire à l'intérieur d'un délai de cinq jours ouvrables ou moins dans les conditions de marché normales et tendues à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel l'actif est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds, mais dont le règlement de la cession est raisonnablement susceptible d'avoir lieu dans plus de cinq jours ouvrables.
4. Actifs illiquides : actifs dont la cession et son règlement peuvent aisément se faire dans un délai de plus de cinq jours ouvrables dans les conditions de marché normales et tendues à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel l'actif est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds.

La définition de chacune des catégories ci-dessus requiert que le délai comprenne une évaluation du temps nécessaire à la cession et au règlement. Les ACVM estiment que le délai consacré à établir la liquidité d'un actif devrait prendre en compte le délai de règlement, car dans les faits, c'est la conversion de l'actif en trésorerie qui permet à l'investisseur de recevoir le produit du rachat.

Question 9 : Les quatre catégories vous conviennent-elles? Dans la négative, veuillez fournir des explications.

Question 10 : Soutenez-vous l'intégration du délai de règlement dans celui fixé dans chacune des catégories? Dans la négative, expliquez pourquoi.

Question 11 : Y a-t-il lieu de modifier l'une des catégories de classement afin de distinguer le temps nécessaire pour céder aisément un actif et régler l'opération dans des conditions de marché normales de celui requis pour y arriver en période de tension sur le marché? Dans l'affirmative, veuillez expliquer la distinction à faire.

b) Restrictions relatives aux actifs non liquides

Les obligations qu'il est envisagé d'instaurer ne changeraient rien aux restrictions relatives aux « actifs non liquides » imposées par le Règlement 81-102²². Cependant, pour aligner la définition de l'expression « actif non liquide » sur les catégories ci-dessus, il serait nécessaire de la modifier en conséquence. Plus précisément, outre que le mot « illiquide » serait substitué à « non liquide », il faudrait y effectuer les modifications suivantes :

*« a) tout actif du portefeuille **qui ne peut se céder aisément dans un délai de cinq jours ouvrables** sur un marché où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés, **à un prix** qui, à tout le moins, se rapproche du montant **auquel il est valorisé** pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds d'investissement;*

b) un titre de négociation restreinte détenu par le fonds d'investissement; ».

Les ACVM font observer que le système de classement de la liquidité a un but connexe, mais différent, de celui des restrictions relatives aux actifs non liquides. À leur avis, ces restrictions visent à limiter l'exposition du fonds d'investissement aux actifs ne pouvant pas être cédés aisément et rapidement. Elles ne touchent cependant pas la liquidité globale du portefeuille, particulièrement la répartition des autres actifs du portefeuille dans les catégories « actifs très liquides », « actifs moyennement liquides » et « actifs moins liquides », et n'aident pas le gestionnaire de fonds d'investissement à accorder les types de placements détenus dans le

²² Voir l'article 2.4 du Règlement 81-102.

portefeuille avec les obligations de rachat. En outre, les restrictions relatives aux actifs non liquides ne procurent aucune transparence quant au reste du fonds, ce qui empêche les investisseurs d'avoir le portrait complet du profil de liquidité du fonds, et les autorités en valeurs mobilières, de surveiller les risques de liquidité systémiques.

Question 12 : Est-ce que les modifications qu'il est envisagé d'apporter à la définition d'actif non liquide vous conviennent? Dans la négative, veuillez fournir une explication.

Question 13 : Est-ce que d'autres éléments de la définition actuelle d'actif non liquide devraient faire l'objet de modifications? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse.

c) Classement des actifs aux caractéristiques similaires

Le système de classement éventuel permettrait aux gestionnaires de fonds d'investissement de suivre une méthode qui regroupe les actifs du portefeuille ayant des caractéristiques similaires, ce qui leur éviterait de devoir évaluer distinctement chacun des actifs. Par exemple, si un gestionnaire a déterminé que tous les titres de capitaux propres de sociétés canadiennes à forte capitalisation cotées en bourse constituent des actifs très liquides, il pourrait classer chacun de ces titres détenus par le fonds dans la catégorie en question. Par contre, si le gestionnaire de fonds d'investissement ou le conseiller en valeurs prenait connaissance d'une information qui serait raisonnablement susceptible d'avoir une incidence importante sur la liquidité d'un actif du portefeuille, au point que sa liquidité différerait de celles des autres actifs possédant des caractéristiques similaires, il aurait à prendre en considération ce facteur dans sa révision continue du classement de cet actif.

Les ACVM signalent cependant que, même si un gestionnaire de fonds d'investissement classait chaque actif du portefeuille selon le classement des autres actifs aux caractéristiques similaires, il devrait néanmoins indiquer la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque actif du portefeuille détenu par le fonds et déclarer cette information, sous le couvert de la confidentialité, aux autorités en valeurs mobilières concernées, ainsi qu'il est abordé ci-après.

Dans le cadre du système éventuel de classement de la liquidité, les ACVM n'entendent pas imposer une catégorie de liquidité particulière pour chaque catégorie ou type d'actif. À leur avis, le gestionnaire de fonds d'investissement est le mieux placé pour évaluer et réviser le classement de la liquidité de chaque actif du portefeuille du fonds.

Question 14 : Êtes-vous d'avis que le gestionnaire de fonds d'investissement devrait être autorisé à utiliser une méthode de classement qui regroupe les actifs du portefeuille ayant des caractéristiques similaires? Dans la négative, veuillez fournir des explications.

Question 15 : Dans le cadre du système de classement éventuel, les ACVM devraient-elles, selon vous, s'abstenir d'imposer une catégorie de liquidité particulière pour chaque catégorie ou type d'actif, et laisser le classement à l'appréciation du gestionnaire de fonds d'investissement?

d) Facteurs

Le système de classement inclurait l'obligation pour le gestionnaire de fonds d'investissement, lorsqu'il effectue et réviser le classement des actifs du portefeuille du fonds, de prendre en considération des facteurs quantitatifs et qualitatifs, y compris les suivants :

- l'existence d'un marché pour l'actif de même que sa nature (marché actif ou non, actif inscrit à la cote d'une bourse ou non, nombre, variété et qualité des participants au marché);
- la taille de l'opération prévue (voir ci-après);
- la taille relative de la position du fonds sur l'actif, la profondeur du marché et l'incidence des opérations importantes (voir ci-après);
- la conjoncture et le volume du marché, y compris la fréquence des opérations visant l'actif ou des cours de celui-ci, les volumes quotidiens moyens d'opérations et la volatilité des cours;
- les écarts acheteur-vendeur;
- l'efficacité et l'efficacé du mécanisme d'établissement des prix;
- l'exactitude arithmétique;
- s'agissant des titres à revenu fixe, l'échéance, la date d'émission et la qualité de crédit;
- les restrictions applicables aux opérations sur l'actif et à son transfert;
- les événements ou le contexte politiques, sociaux et économiques.

Le gestionnaire de fonds d'investissement aurait à classer un actif du portefeuille et à en réviser le classement en supposant la taille raisonnablement prévue des opérations de cession de l'actif. Dans le cas où il prévoirait raisonnablement devoir céder non pas l'intégralité de sa participation dans un actif, mais seulement une partie, son classement et sa révision de l'actif devraient tenir compte du temps nécessaire pour céder cette partie et régler l'opération.

Aussi bien lors du classement initial des actifs du portefeuille que de sa révision continue, le gestionnaire de fonds d'investissement aurait à prendre en considération la profondeur du marché en évaluant si la vente d'un placement, en partie ou en totalité, serait d'une taille telle qu'elle aurait une incidence importante sur sa liquidité. En pareil cas, il devrait tenir compte de ce facteur dans le classement et la révision.

Dans le cadre du processus de classement et de révision, l'intégration des facteurs susmentionnés s'appliquerait autant en situation normale de marché qu'en période de marché tendu.

Question 16 : Les exemples de facteurs fournis ci-dessus vous conviennent-ils? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse et indiquer ceux qu'il faudrait ajouter.

Question 17 : Si, pour classer un actif du portefeuille, le système de classement nécessite que le gestionnaire de fonds d'investissement tienne compte de la taille raisonnablement prévue de l'opération visant cet actif, faudrait-il exiger que l'intégralité de l'actif soit classée dans une seule catégorie de liquidité, ou permettre que des parties soient classées dans des catégories différentes?

e) Révision continue du classement

Tel qu'il est indiqué précédemment, le système de classement obligerait les fonds d'investissement, notamment, à revoir de façon continue le classement de la liquidité de chacun des placements du fonds. La révision aurait lieu au moins tous les mois, voire plus fréquemment si des variations dans les facteurs de classement exposés ci-dessus pourraient raisonnablement entraîner le changement de catégorie de l'actif du portefeuille.

Question 18 : L'obligation de réviser le classement de la liquidité de chaque placement du fonds d'investissement à une fréquence au moins mensuelle vous conviendrait-elle? Dans la négative, veuillez fournir des explications.

f) Politiques et procédures

Le système de classement imposerait au gestionnaire de fonds d'investissement l'obligation d'établir, de maintenir et d'appliquer des politiques et des procédures relatives au classement des actifs du portefeuille du fonds dans les quatre catégories mentionnées précédemment. En outre, ces politiques et procédures devraient prévoir la révision continue du classement, notamment pour cerner toute évolution ou information raisonnablement susceptible d'avoir une incidence sur la liquidité d'un placement si importante qu'il faille en changer la catégorie.

Question 19 : Y a-t-il lieu d'exclure certains types de fonds d'investissement en particulier du système de classement de la liquidité ou d'en soumettre certains à des exigences de classement différentes? Veuillez motiver votre réponse.

D. Déclarations réglementaires et données relatives à la GRL

I. Contexte

Certains faits nouveaux en matière de déclarations réglementaires et de données relatives à la GRL ont récemment marqué la scène internationale.

L'évaluation de 2022 du CSF a révélé que, même si un grand nombre de pays ont rehaussé leurs obligations de déclarations réglementaires à la suite de la publication des recommandations de 2017 du CSF, il existait des écarts au chapitre de la portée, de la fréquence et du contenu des déclarations périodiques. Le CSF a également observé que, malgré la capacité de bien des autorités à recueillir au besoin et plus fréquemment, auprès des gestionnaires de fonds, des données de surveillance qui s'avèrent utiles en période de tension sur le marché, ces données conviennent moins à la surveillance préventive des vulnérabilités. Dans le cadre de son évaluation de 2022, il a aussi eu du mal à obtenir et à analyser des données pour soutenir ses constatations, ce qui laisse entrevoir que le l'évaluation et le contrôle des asymétries de liquidité ainsi que l'appréciation de la disponibilité, de l'utilisation et de l'efficacité des outils de GRL constituent toujours un défi pour les autorités. Enfin, le CSF a constaté que, si toutes les autorités sondées exigent la déclaration du risque de liquidité des fonds aux investisseurs, il y aurait toutefois encore à faire pour rehausser cette information.

Les recommandations révisées du CSF en 2023 apportaient une mise à jour à deux recommandations relatives aux déclarations formulées en 2017. D'abord, le CSF recommandait que les autorités relèvent les obligations d'information des investisseurs et déterminent le degré d'information supplémentaire que les fonds à capital variable devraient leur fournir au sujet de la disponibilité et de l'utilisation des outils de GRL²³. Ensuite, il recommandait que les fonds à capital variable communiquent de façon transparente aux investisseurs et aux autorités concernées des processus décisionnels clairs sur le recours aux outils de GRL fondés sur la

²³ Recommandation 2 des recommandations révisées du CSF en 2023.

quantité et aux autres mesures de gestion de la liquidité, particulièrement en période de tension sur le marché²⁴.

De plus, les indications de l'OICV publiées en 2023 énonçaient le principe selon lequel les entités responsables devraient publier de l'information claire au sujet des objectifs et du fonctionnement, y compris de la conception et de l'utilisation, des outils de GRL anti-dilution²⁵.

Les recommandations révisées de l'OICV en 2025 comprenaient une mise à jour de la recommandation formulée en 2018 quant à la déclaration du risque de liquidité et des processus de GRL. La nouvelle recommandation veut que l'entité responsable veille à ce que le risque de liquidité et le processus de GRL des OPC, y compris la disponibilité et l'utilisation d'outils de GRL et de mesures de gestion de la liquidité, soient communiqués de façon efficace aux investisseurs actuels et potentiels²⁶.

En outre, l'OICV a élargi le principe relatif aux outils de GRL anti-dilution énoncé dans ses indications publiées en 2023 pour en faire une recommandation applicable à tous les outils de GRL. Selon cette recommandation, l'entité responsable devrait publier de l'information claire sur les objectifs et le fonctionnement, y compris la conception et l'utilisation, des outils de GRL anti-dilution, des outils de GRL fondés sur la quantité et des autres mesures de gestion de la liquidité²⁷.

Enfin, dans le rapport FSSA, le FMI a recommandé que, dans le contexte de la réglementation et de la supervision des fonds d'investissement, les autorités canadiennes resserrent leur approche en matière de simulations de crise menées à leur propre initiative²⁸. Il a aussi recommandé que des données sectorielles sur la liquidité soient recueillies trimestriellement²⁹.

II. Objet

Les déclarations d'information sur la liquidité, tant au public qu'aux autorités en valeurs mobilières, contribueraient à l'objectif des ACVM consistant à renforcer le cadre réglementaire de la GRL au Canada.

L'information publique en la matière procure de la transparence aux investisseurs sur la liquidité du portefeuille du fonds et son cadre de GRL. Cette information est importante, car elle permet aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement plus éclairées, notamment pour déterminer si le fonds répond à leurs besoins et en évaluer la liquidité ainsi que sa capacité à la gérer.

Quant à l'information fournie aux autorités en valeurs mobilières, elle leur permet de surveiller efficacement les tendances et les risques en la matière à l'échelle du système, ce qui, en définitive, protège les investisseurs, les participants au secteur des fonds d'investissement et le système financier dans son ensemble.

²⁴ Recommandation 7 des recommandations révisées du CSF en 2023.

²⁵ Indication 6 des indications de l'OICV publiées en 2023.

²⁶ Recommandation 16 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

²⁷ Recommandation 17 des recommandations révisées de l'OICV en 2025.

²⁸ Rapport FSSA, p. 24.

²⁹ Rapport FSSA, p. 25.

III. Obligations éventuelles

Les ACVM entendent instaurer de nouvelles obligations de déclaration publique et de déclaration confidentielle aux autorités en valeurs mobilières en ce qui concerne la liquidité et les enjeux de GRL. Les premières seraient applicables aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis, et les secondes, à l'ensemble des fonds d'investissement, y compris ceux qui ne sont pas émetteurs assujettis.

Les nouvelles obligations éventuelles sont abordées ci-dessous.

a) Déclarations publiques

Rapports annuel et intermédiaire du fonds

En septembre 2024, les ACVM ont publié pour consultation une série de projets de modification ayant pour objectif la modernisation du régime d'information continue des fonds d'investissement³⁰. Dans le cadre de ces projets, les ACVM proposaient de remplacer les rapports de gestion annuel et intermédiaire de la direction sur le rendement du fonds par de nouveaux rapports annuel et intermédiaire du fonds qui comprendraient une rubrique traitant du profil de liquidité du fonds (les **projets de rapports du fonds**).

Le contenu du profil de liquidité dans les projets de rapports du fonds renfermerait l'information suivante :

- un diagramme circulaire présentant le pourcentage du portefeuille du fonds d'investissement pouvant être converti en trésorerie dans certains délais prescrits, classée en catégories de liquidité (par exemple, 1 jour, 2 à 7 jours, 8 à 30 jours, 31 à 90 jours, etc.);
- si le fonds d'investissement a été confronté à un problème important de liquidité pendant la période considérée, une analyse de son profil de liquidité, y compris sa capacité à répondre rapidement aux demandes de rachat;
- s'il n'a pas été confronté à de tels problèmes pendant cette période, une mention à cet égard.

Si les ACVM allaient de l'avant avec l'instauration du système de classement de la liquidité décrit plus haut et l'intégration du profil de liquidité dans les projets de rapports du fonds, les catégories de liquidité figurant dans ces rapports seraient remplacées par celles exposées dans le présent document de consultation.

Les ACVM ont examiné les commentaires des intéressés concernant l'information sur la liquidité à fournir dans les projets de rapports du fonds³¹. Bien que certains d'entre eux se soient dits en faveur de l'intégration de cette information dans ce projet, d'autres s'y sont

³⁰ ACVM, « Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières proposent des modifications pour moderniser le régime d'information continue des fonds d'investissement », 19 septembre 2024, <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/nouvelles/les-autorites-canadiennes-en-valeurs-mobilieres-proposent-des-modifications-pour-moderniser-le-regime-dinformation-continue-des-fonds-dinvestissement/>.

³¹ ACVM, *Projet de Règlement modifiant le Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* – Modernisation du régime d'information continue des fonds d'investissement, <https://lautorite.gc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/consultations-publiques/sujet/valeurs-mobilieres-1/terminees>.

opposés. Par exemple, certains estiment qu'elle pourrait semer la confusion chez les investisseurs, que les investisseurs de certains types de fonds d'investissement pourraient ne pas la trouver utile et qu'elle n'est valide qu'à un moment précis. D'autres ont fait valoir que les obligations pourraient être lourdes et ont évoqué des difficultés méthodologiques à établir l'information sur la liquidité proposée. En outre, des intervenants ont invité les ACVM à aborder cette information à l'occasion d'un projet réglementaire visant expressément la gestion du risque de liquidité.

Question 20 : Y a-t-il lieu d'exiger de l'information sur le profil de liquidité dans les projets de rapports du fonds? Veuillez fournir une explication et, au besoin, indiquer les éléments d'information et le mode de présentation à privilégier.

Prospectus, aperçu du fonds et aperçu du FNB

Si les ACVM autorisaient ou imposaient l'utilisation d'outils de GRL qui n'étaient pas permis ou obligatoires auparavant, comme expliqué précédemment, elles envisageraient d'exiger que le fonds d'investissement communique, dans le prospectus, l'information relative à tous les outils de GRL qu'il pourrait utiliser, y compris leur fonctionnement, les circonstances (comme des seuils) qui déclencheraient le recours à chacun d'eux et tout paramètre entourant leur utilisation.

En outre, les ACVM songent à obliger les fonds qui utilisent des outils de GRL influant sur le prix des rachats ou sur la capacité des investisseurs à obtenir le rachat de leurs parts, à fournir de l'information concernant ces outils dans l'aperçu du fonds ou l'aperçu du FNB, selon le cas. Cette mesure pourrait nécessiter l'ajout d'une nouvelle rubrique dans ces documents.

Question 21 : Si les ACVM autorisaient ou imposaient l'utilisation d'outils de GRL qui n'étaient pas permis ou obligatoires auparavant, devraient-elles exiger que toute l'information relative à ces outils soit fournie dans une nouvelle rubrique distincte du prospectus ou encore dans une rubrique existante, comme la rubrique « Souscriptions, échanges et rachats » du prospectus simplifié? Veuillez motiver votre réponse.

Question 22 : Est-ce que d'autres éléments d'information relative à la liquidité devraient figurer dans le prospectus, l'aperçu du fonds ou l'aperçu du FNB? Veuillez préciser.

b) Déclarations confidentielles aux autorités en valeurs mobilières

Déclaration périodique de la catégorie de liquidité de chaque placement détenu par le fonds

Comme mentionné plus haut, les déclarations d'information sur la liquidité aux autorités en valeurs mobilières leur permettent de surveiller efficacement les tendances et les risques en matière de liquidité à l'échelle du système. Pour faciliter cette surveillance, les ACVM envisagent d'exiger de tous les fonds d'investissement, y compris ceux qui ne sont pas émetteurs assujettis, qu'ils communiquent trimestriellement aux autorités en valeurs mobilières concernées, sous le couvert de la confidentialité, la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque placement détenu.

Question 23 : Êtes-vous en faveur de l'idée d'obliger les fonds d'investissement à déclarer aux autorités en valeurs mobilières concernées, sous le couvert de la confidentialité, la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque placement détenu? Veuillez motiver votre réponse.

Question 24 : Si vous avez répondu par l'affirmative à la question 23, appuyez-vous l'idée d'une fréquence de déclaration trimestrielle? Veuillez préciser.

Question 25 : Les ACVM devraient-elles exiger des fonds d'investissement qu'ils déclarent périodiquement et confidentiellement d'autres renseignements relatifs au profil de liquidité aux autorités en valeurs mobilières? Veuillez expliquer votre réponse.

Question 26 : Les fonds d'investissement devaient-ils être tenus de rendre publique la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque placement détenu? Dans l'affirmative, à quelle fréquence et à quel moment? Veuillez préciser.

Question 27 : Les fonds d'investissement qui ne sont pas émetteurs assujettis devraient-ils être soumis à cette obligation de déclaration périodique? Veuillez motiver votre réponse.

Déclaration d'événements touchant la liquidité

En vue de faciliter la surveillance en temps réel des événements touchant la liquidité qui surviennent dans le secteur des fonds d'investissement et le système financier en général, les ACVM songent à obliger tous les fonds d'investissement, y compris ceux qui ne sont pas émetteurs assujettis, à informer rapidement les autorités en valeurs mobilières concernées des événements suivants :

- le fonds reçoit des demandes de rachat au-delà d'un certain seuil;
- le fonds ne respecte pas la restriction relative aux actifs non liquides prévue par le Règlement 81-102;
- le fonds suspend les rachats;
- le fonds active des outils de GRL qui ont une incidence sur le prix de rachat ou la capacité de l'investisseur à obtenir le rachat de ses titres;
- le fonds emprunte des fonds ou constitue une sûreté sur un actif du portefeuille comme mesure provisoire pour répondre à des demandes de rachat de ses titres pendant qu'il effectue une liquidation ordonnée d'actifs du portefeuille.

Le fonds aurait à expliquer, dans sa déclaration, l'incidence de l'événement sur son profil de liquidité et, dans les cas de franchissement de seuil de demandes de rachat et de non-respect de la restriction relative aux actifs non liquides, la façon dont il gèrera la situation.

Question 28 : Soutenez-vous l'idée d'obliger les fonds d'investissement à déclarer rapidement aux autorités en valeurs mobilières concernées l'un des événements susmentionnés touchant la liquidité? Veuillez préciser.

Question 29 : Les ACVM devraient-elles imposer cette obligation à l'égard d'autres événements touchant la liquidité? Veuillez motiver votre réponse.

Question 30 : Si l'un des événements susmentionnés se produisait, devrait-il faire l'objet d'une déclaration publique allant au-delà des obligations actuelles en matière de déclaration de changement important? Veuillez expliquer votre réponse.

Question 31 : Les fonds d'investissement qui ne sont pas émetteurs assujettis devraient-ils être soumis à ces obligations de déclaration des événements touchant la liquidité? Veuillez motiver votre réponse.

E. Conclusion

Le présent document de consultation vise à recueillir les avis sur les volets suivants :

1. les outils de GRL;
2. le classement des actifs sous-jacents du portefeuille en fonction de la liquidité;
3. les déclarations réglementaires et les données relatives à la GRL.

En particulier, les ACVM souhaitent obtenir des réponses aux questions suivantes :

1. S'agissant des fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis, est-il nécessaire pour les ACVM d'autoriser l'utilisation d'outils de GRL qui sont interdits à l'heure actuelle? Veuillez motiver votre réponse et, s'il y a lieu, nommer ceux qu'elles devraient autoriser.
2. En votre qualité de gestionnaire de fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis, est-il déjà arrivé que l'un de vos fonds d'investissement aurait gagné à pouvoir à utiliser un outil de GRL qui est interdit actuellement? Dans l'affirmative, veuillez fournir une explication, notamment la raison pour laquelle vous n'avez pas demandé à l'autorité en valeurs mobilières concernée une dispense qui en aurait l'utilisation.
3. Y a-t-il certains outils de GRL dont les ACVM ne devraient pas permettre l'utilisation aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis? Dans l'affirmative, veuillez nommer lesquels et motiver votre réponse.
4. Les ACVM devraient-elles imposer aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis l'adoption d'outils de GRL, notamment en exigeant la mise en œuvre d'un nombre minimal d'outils, ou, par exemple, d'un nombre minimal d'outils fondés sur le prix? Veuillez motiver votre réponse et, s'il y a lieu, nommer ces outils.
5. Les ACVM devraient-elles élargir les circonstances dans lesquelles un fonds d'investissement qui est un émetteur assujetti est autorisé à suspendre les droits de rachat sans approbation réglementaire au-delà de celles visées au paragraphe 1 de l'article 10.6 du Règlement 81-102? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse et préciser ces circonstances.
6. Les ACVM devraient-elles hausser la limite d'emprunt temporaire au-delà de ce que permet l'article 2.6 du Règlement 81-102? Dans l'affirmative, veuillez fournir une explication et indiquer les paramètres possibles de cette limite.
7. Les ACVM devraient-elles envisager d'autoriser ou d'obliger les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis à utiliser des outils de GRL ne faisant pas l'objet du présent document de consultation? Veuillez expliquer votre réponse.
8. Est-ce que certains types de fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis devraient a) être exonérés des obligations relatives aux outils de GRL, b) être soumis à des obligations différentes en la matière ou c) se voir interdire l'utilisation de certains outils de GRL? Veuillez motiver votre réponse.

9. Les quatre catégories vous conviennent-elles? Dans la négative, veuillez fournir des explications.
10. Soutenez-vous l'intégration du délai de règlement dans celui fixé dans chacune des catégories? Dans la négative, expliquez pourquoi.
11. Y a-t-il lieu de modifier l'une des catégories de classement afin de distinguer le temps nécessaire pour céder aisément un actif et régler l'opération dans des conditions de marché normales de celui requis pour y arriver en période de tension sur le marché? Dans l'affirmative, veuillez expliquer la distinction à faire.
12. Est-ce que les modifications qu'il est envisagé d'apporter à la définition d'actif non liquide vous conviennent? Dans la négative, veuillez fournir une explication.
13. Est-ce que d'autres éléments de la définition actuelle d'actif non liquide devraient faire l'objet de modifications? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse.
14. Êtes-vous d'avis que le gestionnaire de fonds d'investissement devrait être autorisé à utiliser une méthode de classement qui regroupe les actifs du portefeuille ayant des caractéristiques similaires? Dans la négative, veuillez fournir des explications.
15. Dans le cadre du système de classement éventuel, les ACVM devraient elles, selon vous, s'abstenir d'imposer une catégorie de liquidité particulière pour chaque catégorie ou type d'actif, et laisser le classement à l'appréciation du gestionnaire de fonds d'investissement?
16. Les exemples de facteurs fournis ci-dessus vous conviennent-ils? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse et indiquer ceux qu'il faudrait ajouter.
17. Si, pour classer un actif du portefeuille, le système de classement nécessite que le gestionnaire de fonds d'investissement tienne compte de la taille raisonnablement prévue de l'opération visant cet actif, faudrait-il exiger que l'intégralité de l'actif soit classée dans une seule catégorie de liquidité, ou permettre que des parties soient classées dans des catégories différentes?
18. L'obligation de réviser le classement de la liquidité de chaque placement du fonds d'investissement à une fréquence au moins mensuelle vous conviendrait-elle? Dans la négative, veuillez fournir des explications.
19. Y a-t-il lieu d'exclure certains types de fonds d'investissement en particulier du système de classement de la liquidité ou d'en soumettre certains à des exigences de classement différentes? Veuillez motiver votre réponse.
20. Y a-t-il lieu d'exiger de l'information sur le profil de liquidité dans les projets de rapports du fonds? Veuillez fournir une explication et, au besoin, indiquer les éléments d'information et le mode de présentation à privilégier.
21. Si les ACVM autorisaient ou exigeaient l'utilisation d'outils de GRL qui n'étaient pas permis ou obligatoires auparavant, devraient-elles exiger que toute l'information relative à ces outils soit fournie dans une nouvelle rubrique distincte du prospectus ou encore

- dans une rubrique existante, comme la rubrique « Souscriptions, échanges et rachats » du prospectus simplifié? Veuillez motiver votre réponse.
22. Est-ce que d'autres éléments d'information relative à la liquidité devraient figurer dans le prospectus, l'aperçu du fonds ou l'aperçu du FNB? Veuillez préciser.
23. Êtes-vous en faveur de l'idée d'obliger les fonds d'investissement à déclarer aux autorités en valeurs mobilières concernées, sous le couvert de la confidentialité, la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque placement détenu? Veuillez motiver votre réponse.
24. Si vous avez répondu par l'affirmative à la question 23, appuyez-vous l'idée d'une fréquence de déclaration trimestrielle? Veuillez préciser.
25. Les ACVM devraient-elles exiger des fonds d'investissement qu'ils déclarent périodiquement et confidentiellement d'autres renseignements relatifs au profil de liquidité aux autorités en valeurs mobilières ? Veuillez expliquer votre réponse.
26. Les fonds d'investissement devaient-ils être tenus de rendre publique la catégorie de liquidité à laquelle appartient chaque placement détenu? Dans l'affirmative, à quelle fréquence et à quel moment? Veuillez préciser.
27. Les fonds d'investissement qui ne sont pas émetteurs assujettis devraient-ils être soumis à cette obligation de déclaration périodique? Veuillez motiver votre réponse.
28. Soutenez-vous l'idée d'obliger les fonds d'investissement à déclarer rapidement aux autorités en valeurs mobilières concernées l'un des événements touchant la liquidité mentionnés sous la rubrique « Déclarations confidentielles aux autorités en valeurs mobilières » plus haut? Veuillez préciser.
29. Les ACVM devraient-elles imposer cette obligation à l'égard d'autres événements touchant la liquidité? Veuillez motiver votre réponse.
30. Si l'un des événements mentionnés sous la rubrique « Déclarations confidentielles aux autorités en valeurs mobilières » plus haut se produisait, devrait-il faire l'objet d'une déclaration publique allant au-delà des obligations actuelles en matière de déclaration de changement important? Veuillez expliquer votre réponse.
31. Les fonds d'investissement qui ne sont pas émetteurs assujettis devraient-ils être soumis à ces obligations de déclaration des événements touchant la liquidité? Veuillez motiver votre réponse.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-102 SUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 16°, 26° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement (chapitre V-1.1, r. 39) est modifié :

1° par le remplacement de la définition de « actif non liquide » par la suivante :

« « actif illiquide » : les actifs suivants :

a) tout actif du portefeuille qui ne peut se céder aisément dans un délai de cinq jours ouvrables sur un marché où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés, à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel il est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds d'investissement;

b) un titre de négociation restreinte détenu par le fonds d'investissement; »;

2° par l'insertion, après la définition de « bureau de réception des ordres », de la suivante :

« « cadre de gestion du risque de liquidité » : un système de gestion du risque de liquidité; »;

3° par l'insertion, après la définition de « comité d'examen indépendant », de la suivante :

« « comité sur la gestion du risque de liquidité » : le comité assurant la supervision du cadre de gestion du risque de liquidité; »;

4° par le remplacement, dans la définition de « cotation publique », de « l'actif non liquide » par « l'actif illiquide »;

5° par l'insertion, après la définition de « sous-dépositaire », de la suivante :

« « superviseur à la gestion du risque de liquidité » : la personne physique assurant la supervision du cadre de gestion du risque de liquidité; ».

2. L'article 1.2 de ce règlement est modifié :

1° par l'insertion dans le paragraphe 2 et après « bourses d'études », de « , à l'exception de la partie 6.1 »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 2.1, de « l'article 2.5.1 s'applique également » par « l'article 2.5.1 et la partie 6.1 s'appliquent »;

3° par l'insertion, dans le paragraphe 3 et après le sous-paragraphe *b*, du suivant :

« *b.1)* la partie 6.1; ».

3. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 6.9, de la partie suivante :

« PARTIE 6.1 GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

6.1.1. Cadre de gestion du risque de liquidité

- 1) Le fonds d'investissement établit et maintient un cadre de gestion du risque de liquidité.
- 2) Pour l'application du paragraphe 1, le fonds d'investissement établit, maintient et applique des politiques et des procédures à l'égard des éléments suivants :
 - a) la conformité à la présente partie;
 - b) la désignation des postes suivants :
 - i) si le fonds d'investissement nomme un superviseur à la gestion du risque de liquidité conformément au paragraphe 1 de l'article 6.1.3, le poste chez le gestionnaire auquel ce dernier attribue cette fonction;
 - ii) si le fonds d'investissement établit un comité sur la gestion du risque de liquidité conformément au paragraphe 1 de l'article 6.1.3, chaque poste chez le gestionnaire auquel ce dernier attribue la fonction de membre de ce comité;
 - c) toute autre question relative à la gestion du risque de liquidité du fonds d'investissement.

6.1.2. Dispositions opérationnelles

- 1) Avant qu'un nouveau fonds d'investissement dépose son prospectus initial, le gestionnaire veille à ce que ses objectifs et stratégies de placement ainsi que la fréquence autorisée de rachat de ses titres cadrent avec la nature des actifs susceptibles de composer son portefeuille et avec son activité attendue de rachat de titres.
- 2) Avant qu'un nouveau fonds d'investissement qui n'est pas assujéti à l'obligation de prospectus procède au placement initial de ses titres, le gestionnaire veille à ce que ses objectifs et stratégies de placement ainsi que la fréquence autorisée de rachat de ses titres cadrent avec la nature des actifs susceptibles de composer son portefeuille et avec son activité attendue de rachat de titres.
- 3) Le fonds d'investissement surveille, révisé et évalue de façon continue son profil de liquidité et les aspects pertinents des conditions de marché à l'aide de mesures qualitatives ainsi que quantitatives et, si nécessaire, ajuste la composition de son portefeuille d'actifs.
- 4) Le fonds d'investissement établit et maintient des seuils et des cibles de liquidité pour surveiller, réviser et évaluer son profil de liquidité conformément au paragraphe 3.
- 5) Le fonds d'investissement effectue des simulations de crise relativement à la liquidité des actifs de son portefeuille pour surveiller, réviser et évaluer son profil de liquidité conformément au paragraphe 3, notamment en appliquant à ces simulations des scénarios de nature historique et hypothétique appropriés à son profil de liquidité.
- 6) Le fonds d'investissement effectue les simulations de crise prévues au paragraphe 5 au moins une fois par trimestre dans les conditions de marché normales.
- 7) Lors des conditions de marché tendues, le fonds d'investissement augmente la fréquence des simulations de crise prévue au paragraphe 6 jusqu'à ce que les conditions redeviennent normales.
- 8) Avant de décider de conclure une opération de portefeuille, le fonds d'investissement en apprécie l'incidence sur son profil de liquidité.

9) Le fonds d'investissement établit et maintient des plans d'urgence relatifs au risque de liquidité qui prévoient notamment l'utilisation d'outils de gestion de ce risque.

10) Le fonds d'investissement met à l'essai périodiquement les plans d'urgence visés au paragraphe 9 afin de veiller à ce que, pour une personne raisonnable, ils permettent la gestion adéquate du risque de liquidité.

6.1.3. Supervision

1) Le fonds d'investissement nomme un superviseur à la gestion du risque de liquidité ou établit un comité sur la gestion du risque de liquidité.

2) Pour l'application du paragraphe 1, le fonds d'investissement qui est tenu de nommer un superviseur à la gestion du risque de liquidité choisit pour assumer cette fonction l'une des personnes suivantes :

- a) le chef de la conformité du gestionnaire;
- b) une personne physique faisant rapport directement au chef de la conformité du gestionnaire;
- c) une personne physique faisant rapport directement au chef de la conformité du gestionnaire sur les questions de gestion du risque de liquidité.

3) Pour l'application du paragraphe 1, le fonds d'investissement qui est tenu d'établir un comité sur la gestion du risque de liquidité choisit à titre de membre de ce comité l'une des personnes suivantes :

- a) le chef de la conformité du gestionnaire;
- b) une personne physique faisant rapport directement au chef de la conformité du gestionnaire.

4) Le fonds d'investissement veille à ce que le superviseur à la gestion du risque de liquidité ou chaque personne physique formant le comité sur la gestion du risque de liquidité, selon le cas, possède des connaissances suffisantes en la matière.

5) Le fonds d'investissement veille à ce que le superviseur à la gestion du risque de liquidité ou le comité sur la gestion du risque de liquidité, selon le cas, exerce les fonctions suivantes :

- a) approuver le cadre de gestion du risque de liquidité prévu au paragraphe 1 de l'article 6.1.1, en apprécier périodiquement l'efficacité et, s'il y a lieu, en avaliser les projets de mise à jour;
- b) avant le dépôt du prospectus initial visé au paragraphe 1 de l'article 6.1.2, examiner et approuver les objectifs et stratégies de placement du fonds d'investissement ainsi que la fréquence autorisée de rachat de ses titres pour vérifier que ces éléments cadrent avec la nature des actifs susceptibles de composer son portefeuille et avec son activité attendue de rachat de titres;
- c) avant le placement visé au paragraphe 2 de l'article 6.1.2, exercer les fonctions prévues au sous-paragraphe b);
- d) examiner et approuver les seuils et les cibles de liquidité prévus au paragraphe 4 de l'article 6.1.2 et, s'il y a lieu, en avaliser les projets de mise à jour;
- e) examiner les résultats des simulations de crise prévues au paragraphe 5 de l'article 6.1.2 et, s'il y a lieu, approuver les mesures correctrices proposées;

f) examiner et approuver les plans d'urgence prévus au paragraphe 9 de l'article 6.1.2 et, s'il y a lieu, en avaliser les projets de mise à jour;

g) examiner les résultats des mises à l'essai des plans d'urgence prévues au paragraphe 10 de l'article 6.1.2 et, s'il y a lieu, approuver les mesures correctrices proposées;

h) examiner les questions visées au paragraphe 6 que le gestionnaire lui soumet et, s'il y a lieu, approuver le plan d'action proposé pour les traiter.

6) Dès qu'il peut raisonnablement le faire, le gestionnaire soumet pour examen au superviseur à la gestion du risque de liquidité ou au comité sur la gestion du risque de liquidité, selon le cas, toute question dont il est raisonnable de s'attendre qu'elle aura une incidence appréciable sur le profil de liquidité du fonds d'investissement, et fournit par la même occasion des renseignements sur les éléments suivants :

a) les mesures prises pour traiter la question;

b) l'indication qu'il est nécessaire ou non de prendre d'autres mesures pour traiter la question, y compris les faire approuver.

7) Le fonds d'investissement tenu d'établir un comité sur la gestion du risque de liquidité veille à ce que ses membres se réunissent pour assurer la conduite de ses activités autant de fois qu'il est nécessaire et au moins une fois par trimestre sur chaque période de 12 mois consécutifs. ».

4. Ce règlement est modifié par le remplacement, partout où ceci se trouve dans les articles 2.4 et 2.6.1, de « actif non liquide » par « actif illiquide » et de « actifs non liquides » par « actifs illiquides ».

5. Date d'entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 81-102 SUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT

1. L'article 2.2 de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* est modifié par le remplacement, partout où ceci se trouve, de « non liquide » par « illiquide ».

2. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 2.2, du suivant :

« 2.2.1. « cadre de gestion du risque de liquidité »

Le cadre de gestion du risque de liquidité devrait englober tous les éléments prévus aux dispositions de la partie 6.1 ainsi que tout autre mécanisme ou pratique de gestion du risque de liquidité, y compris la déclaration du risque de liquidité et des outils de gestion du risque de liquidité, s'il y a lieu. ».

3. L'article 3.3.1 de cette instruction générale est remplacé par le suivant :

« 3.3.1. Les actifs illiquides

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont d'avis qu'il est généralement plus difficile de valoriser les actifs illiquides que les actifs liquides pour les besoins du calcul de la valeur liquidative du fonds d'investissement. Par conséquent, lorsqu'un fonds d'investissement à capital fixe investit largement dans des actifs illiquides, il y a lieu de se questionner sur l'exactitude de sa valeur liquidative et le montant des frais calculé d'après celle-ci. Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières pourrait alors faire des observations ou poser des questions dans le cadre de son examen du prospectus ou des documents d'information continue de ces fonds. ».

4. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 8.3, de la partie suivante :

« PARTIE 8.1 GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

8.1.1. Cadre de gestion du risque de liquidité

1) Le paragraphe 1 de l'article 6.1.1 exige que le fonds d'investissement établisse et maintienne un cadre de gestion du risque de liquidité.

Le cadre susmentionné devrait tenir compte des éléments suivants :

- le profil de liquidité des actifs et des passifs du fonds d'investissement;
- les conditions de marché;
- l'activité de rachat;
- le comportement des investisseurs;
- les particularités du fonds d'investissement.

Aux étapes de l'établissement et du maintien du cadre de gestion du risque de liquidité, le fonds d'investissement devrait se pencher sur les moyens d'obtenir et d'apprécier l'information de diverses sources parmi les différentes fonctions du gestionnaire et des conseillers en valeurs, s'il y a lieu, et voir s'il conviendrait de mettre en place des mécanismes nouveaux ou améliorés de conformité, notamment de déclaration, pour qu'il y ait échange de l'information nécessaire avec les parties pertinentes chez le gestionnaire.

2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 6.1.1, le fonds d'investissement est tenu d'établir, de maintenir et d'appliquer des politiques et des procédures à l'égard de la gestion du risque de liquidité. Ces politiques et procédures devraient être détaillées et écrites.

3) Le sous-paragraphe *c* du paragraphe 2 de l'article 6.1.1 porte, au nombre des éléments à traiter dans les politiques et procédures relatives à la gestion du risque de liquidité, toute autre question en la matière qui n'est pas précisée dans les sous-paragraphe *a* et *b* de cet article. Il peut s'agir, par exemple, des situations dans lesquelles il est impossible d'obtenir une valorisation fiable et indépendante des actifs du portefeuille, dans la mesure où ce point n'est pas déjà abordé dans les politiques et procédures du gestionnaire en matière de valorisation.

Citons comme autre question le cas du fonds d'investissement non tenu d'établir un comité d'examen indépendant en vertu du *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* qui éprouverait des problèmes de liquidité le plaçant en conflit d'intérêts avec le gestionnaire. Par exemple, il pourrait y avoir conflit si la rémunération d'un conseiller en valeurs était fondée sur le rendement du portefeuille, ce qui pourrait l'inciter à investir dans davantage d'actifs illiquides dont le rendement potentiel serait plus élevé que des actifs plus liquides, même si ces actifs illiquides ne cadreraient pas avec les objectifs de placement ou les besoins en matière de rachat du fonds d'investissement. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières rappellent aux fonds d'investissement qui sont tenus d'établir un comité d'examen indépendant qu'ils doivent traiter les conflits d'intérêts résultant de problèmes de liquidité selon les dispositions applicables du *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*. Elles rappellent également aux gestionnaires que les articles 13.4 et 13.4.1 du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (chapitre V-1.1, r. 10) s'appliquent à eux relativement aux fonds d'investissement non assujettis au *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*.

8.1.2. Dispositions opérationnelles

1) Conformément aux paragraphes 1 et 2 de l'article 6.1.2, le gestionnaire doit, à l'égard de tout nouveau fonds d'investissement, veiller à ce que les objectifs et stratégies de placement du fonds ainsi que la fréquence autorisée de rachat de ses titres cadrent avec la nature des actifs susceptibles de composer son portefeuille et avec son activité attendue de rachat de titres.

La fréquence autorisée de rachat de titres du fonds d'investissement correspond à la fréquence de ses opérations. Par exemple, les OPC effectuent en général des rachats quotidiennement.

La nature des actifs susceptibles de composer le portefeuille du fonds d'investissement engloberait les types d'actifs qui y sont détenus et le temps nécessaire pour les céder et régler l'opération.

L'activité attendue de rachat des titres du fonds d'investissement peut être fonction des types de porteurs. Par exemple, les besoins d'un fonds d'investissement en matière de rachats prévus différeront probablement selon que ses porteurs sont principalement des investisseurs individuels ou des investisseurs institutionnels. Cette activité peut également dépendre du type de fonds d'investissement. Ainsi, en règle générale, celle d'un fonds d'investissement qui cible des investisseurs visant un horizon de placement à long terme ne sera pas la même que celle d'un OPC marché monétaire.

2) Selon le paragraphe 3 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit surveiller, réviser et évaluer de façon continue son profil de liquidité et les aspects pertinents des conditions de marché.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont d'avis que cette obligation permettra d'assurer l'adéquation des niveaux de liquidité aux besoins en matière

de rachat et d'anticiper sur l'incidence des conditions de marché sur le portefeuille du fonds d'investissement.

Le profil de liquidité du fonds d'investissement représente la capacité du fonds à céder des actifs de son portefeuille et à régler l'opération rapidement et aisément sans perte de valeur importante. Eu égard à son obligation de surveiller, de réviser et d'évaluer son profil de liquidité ainsi que les aspects pertinents des conditions de marché, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que le fonds devrait réviser régulièrement la composition de son portefeuille d'actifs, y compris la trésorerie et les titres à court terme, en tenant compte de l'historique de rachat, des réseaux de distribution, du bassin d'investisseurs, de son rendement ainsi que de toute autre considération particulière, comme l'évolution des marchés ou d'autres facteurs économiques. En particulier, une évaluation efficace devrait incorporer le repérage et la surveillance des demandes de rachat importantes par les investisseurs.

3) Le paragraphe 3 de l'article 6.1.2 prescrit l'utilisation de mesures qualitatives et quantitatives.

Les mesures qualitatives pourraient comprendre les suivantes :

- la qualité de crédit des actifs sous-jacents du portefeuille;
- la concentration des investisseurs dans le fonds d'investissement;
- le profil des investisseurs;
- le risque sectoriel;
- le risque géographique;
- les modalités particulières des titres sous-jacents du portefeuille.

Au nombre des mesures quantitatives peuvent figurer les suivantes :

- les indicateurs de volume;
- la profondeur du marché;
- la taille raisonnablement prévue des opérations;
- les évaluations de la liquidité des actifs sous-jacents du portefeuille

par des tiers.

Dans le cas des fonds à revenu fixe, voici des exemples de mesures quantitatives :

- les indicateurs de volume fournis par des plateformes de négociation tierces;
- les cotations des courtiers;
- la volatilité;
- les écarts acheteurs-vendeurs;
- le nombre de titres détenus par le fonds par rapport à celui des titres émis et en circulation;
- d'autres estimations internes comme la profondeur du marché.

4) En vertu du paragraphe 4 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit établir et maintenir des seuils et des cibles de liquidité. Par exemple, en plus de veiller au respect des restrictions prévues par le règlement en matière d'actifs illiquides, il peut choisir d'imposer des limites internes minimales et maximales aux actifs du portefeuille pouvant être liquidés dans un certain délai et les classer en conséquence. Certaines données historiques de marché tendu peuvent être directement intégrées dans la fixation des seuils ou des cibles de liquidité, comme le plus grand volume d'opérations de rachat ou la plus importante opération de rachat demandée par un client.

5) Conformément au paragraphe 5 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit effectuer des simulations de crise relativement à la liquidité des actifs de son portefeuille. La simulation de crise est une technique de gestion du risque qui sert à évaluer les conséquences éventuelles de l'évolution de certains des facteurs agissant sur la liquidité qui correspond à des événements exceptionnels, mais plausibles, touchant la liquidité du portefeuille d'un fonds d'investissement. Cet exercice simule des épisodes de crise, des conditions de marché tendues et des événements touchant la liquidité dans le but d'en comprendre les incidences sur la capacité du fonds de satisfaire aux demandes de rachat.

6) Selon le paragraphe 5 de l'article 6.1.2, les simulations de crise doivent inclure l'application de scénarios de nature historique et hypothétique appropriés au profil de liquidité du fonds d'investissement. Cette pratique est souvent appelée « analyse de scénarios ».

L'analyse de scénarios de nature historique est rétrospective. Elle consiste à évaluer le risque à l'aide d'événements statistiques passés, dans l'objectif de quantifier l'incidence d'un événement sur la liquidité d'un fonds d'investissement. Les facteurs à considérer peuvent comprendre les suivants :

- la comparaison de l'historique des flux de trésorerie avec ceux à l'échelle sectorielle de fonds d'investissement dotés d'une taille et d'une stratégie similaires;
- l'activité de rachat du principal investisseur ou groupe d'investisseurs du fonds d'investissement;
- l'activité de rachat générale en situation tendue avec des pourcentages variables de demandes de rachat;
- l'historique des tendances de rachat.

L'analyse de scénarios de nature hypothétique, quant à elle, est prévisionnelle. Elle permet de mesurer les possibles répercussions d'un événement qui n'est pas encore survenu. Les facteurs à considérer peuvent comprendre les suivants :

- les variations des taux d'intérêt;
- l'augmentation du nombre de demandes de rachat;
- la baisse des souscriptions de titres du fonds d'investissement;
- les changements dans le bassin d'investisseurs, ainsi que l'évolution des marchés et de la composition du portefeuille;
- la possibilité de défaillance de la contrepartie.

De l'avis des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, les fonds d'investissement devraient procéder à des simulations de crise inversées dans le cadre de leurs simulations de crise. La simulation de crise inversée est une technique de gestion du risque qui part d'un résultat prédéterminé, habituellement un point de défaillance prédéfini, pour remonter aux circonstances ou scénarios pouvant y conduire.

7) Conformément au paragraphe 5 de l'article 6.1.2, les simulations de crise doivent comporter des scénarios de nature historique et hypothétique appropriées au profil de liquidité du fonds d'investissement. Elles devraient couvrir une variété de scénarios illustrant un éventail d'événements et de degrés de gravité. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment qu'elles devraient être diversifiées et refléter les risques importants propres au fonds d'investissement, comme le risque de crédit, le risque réputationnel et le risque géopolitique. Lorsqu'il conçoit des scénarios de simulation de crise, le gestionnaire peut tenir compte d'un certain nombre de facteurs, dont les suivants :

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

Par exemple, dans le cas d'un fonds d'investissement dont une part importante du portefeuille se compose de sûretés, il peut y avoir lieu d'effectuer des simulations de crise qui englobent les sûretés, car les sûretés déposées par les contreparties du fonds en garantie d'opérations de prêt de dérivés et de titres peuvent avoir des répercussions sur la liquidité du fonds si ces contreparties ne sont pas en mesure d'honorer leurs obligations à son égard en période de tensions sur le marché et que, pour recouvrer ces obligations, le fonds est contraint de liquider les sûretés.

Selon la nature du fonds d'investissement, les types d'actifs détenus et les conditions de marché, la complexité des simulations de crise peut varier d'une simple analyse de sensibilité unifactorielle à plusieurs simulations multifactorielles.

Si les scénarios utilisés dans les simulations de crise devraient être constants sur une certaine période aux fins de comparaison et d'analyse, il convient néanmoins de les actualiser régulièrement pour refléter l'évolution des conditions de marché, la composition du portefeuille et les autres conditions pouvant avoir une incidence sur la liquidité. Les simulations de crise devraient s'appuyer sur des données de marché fiables et à jour.

8) Dans le cadre des simulations de crise exigées au paragraphe 5 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement devrait envisager, pour l'ensemble des scénarios utilisés, de privilégier la méthode dite « au prorata », plutôt que celle de la liquidation « en cascade ». La première suppose que tous les investisseurs recevraient une quote-part des actifs du portefeuille vendus pour répondre aux demandes de rachat, et la seconde, que le gestionnaire prioriserait la liquidation des actifs les plus liquides pour y arriver.

9) Selon le paragraphe 6 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit effectuer des simulations de crise au moins une fois par trimestre dans les conditions de marché normales. Cependant, il peut juger nécessaire de le faire plus fréquemment. Cette décision peut reposer sur certaines de ses caractéristiques, notamment les suivantes :

- sa taille;
- la nature des actifs sous-jacents de son portefeuille;
- la fréquence des rachats;
- sa stratégie de placement;
- le type de souscripteurs de ses titres;

- les conditions de marché actuelles.

10) En vertu du paragraphe 7 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit, lors des conditions de marché tendues, augmenter la fréquence des simulations de crise jusqu'à ce que les conditions redeviennent normales. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que les périodes de tension sur le marché peuvent entraîner, entre autres, des mouvements de marché et des comportements d'investisseurs inattendus ou imprévisibles qui, à leur tour, pourraient amoindrir soudainement la liquidité du portefeuille du fonds d'investissement, de sorte qu'il est nécessaire d'accroître la fréquence des simulations de crise pour veiller à ce que le fonds soit capable de répondre aux demandes de rachat. Parmi les exemples de conditions de marché tendues, citons les événements frappant l'ensemble du marché ou de l'économie, comme une pandémie mondiale, et ceux qui ne touchent que certains types de fonds, comme les fluctuations importantes des taux d'intérêt qui auraient vraisemblablement des répercussions sur les fonds à revenu fixe.

11) Suivant le paragraphe 9 de l'article 6.1.2, le fonds d'investissement doit établir et maintenir des plans d'urgence relatifs au risque de liquidité qui prévoient notamment l'utilisation d'outils de gestion de ce risque. Ces plans constituent des dispositifs organisationnels visant à prendre en main les problèmes de liquidité en période de tension sur le marché. Les outils de gestion du risque de liquidité peuvent comprendre la suspension des rachats, les rachats en nature et le recours aux frais de rachat.

8.1.3. Supervision

1) Le paragraphe 1 de l'article 6.1.3 prévoit que le fonds d'investissement doit nommer un superviseur à la gestion du risque de liquidité ou établir un comité sur la gestion du risque de liquidité. S'il opte pour l'établissement d'un comité, il peut s'agir d'un comité existant dont le mandat couvre plusieurs éléments, y compris la gestion du risque de liquidité.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont conscientes qu'il pourrait ne pas convenir à certains gestionnaires de petite taille d'établir un comité de gestion du risque de liquidité en raison de leurs ressources restreintes et qu'il leur serait plus approprié de nommer un superviseur à la gestion du risque de liquidité.

2) Le paragraphe 2 de l'article 6.1.3 précise les personnes physiques qu'il est permis de nommer à titre de superviseur à la gestion du risque de liquidité. Cependant, ce dernier est invité à s'adresser à toute personne physique participant aux décisions d'acquisition et de vente d'actifs du portefeuille afin d'obtenir l'information nécessaire pour mieux comprendre les risques de liquidité du point de vue de la gestion de portefeuille. Ces personnes pourraient agir comme conseillères auprès du superviseur à la gestion du risque de liquidité.

3) Selon le paragraphe 3 de l'article 6.1.3, le chef de la conformité du gestionnaire ou une personne physique qui lui fait rapport directement doit être membre du comité sur la gestion du risque de liquidité. Ce comité devrait également compter une personne physique participant aux décisions d'acquisition et de vente d'actifs du portefeuille ou s'adresser à une telle personne pour la même raison. Ces personnes pourraient agir comme conseillères auprès du comité sur la gestion de la liquidité, participer aux réunions ou être sollicitées ponctuellement.

4) Les sous-paragraphes *a* à *h* du paragraphe 5 de l'article 6.1.3 établissent les fonctions du superviseur à la gestion du risque de liquidité ou du comité sur la gestion du risque de liquidité. Ce superviseur ou ce comité devrait consulter les personnes physiques possédant l'expertise ou les connaissances pertinentes, au besoin, pour remplir chacune de ces fonctions. Par contre, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières rappellent aux gestionnaires que, conformément aux articles 5.1 et 5.2 du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, c'est à la personne désignée responsable et au chef de la conformité que revient la responsabilité de la conformité du gestionnaire à la législation en valeurs mobilières.

5) Les sous-paragraphes *a* à *h* du paragraphe 5 de l'article 6.1.3 mentionnent les approbations qu'accorde le superviseur à la gestion du risque de liquidité ou le comité sur la gestion du risque de liquidité, selon le cas. Ce superviseur ou ce comité devrait consulter les personnes physiques possédant l'expertise ou les connaissances pertinentes, au besoin, pour les accorder. En outre, il devrait tenir des dossiers appropriés relativement au processus décisionnel entourant les approbations.

6) Le paragraphe 6 de l'article 6.1.3 vise les questions dont il est raisonnable de s'attendre qu'elles auront une incidence appréciable sur le profil de liquidité du fonds d'investissement. Parmi les exemples de questions figurent les demandes de rachat importantes. ».

Draft Regulation

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, pars. (16), (26) and (34))

Regulation to amend Regulation 81-102 respecting Investment Funds

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "AMF") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, chapter V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the AMF and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 120 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the AMF:

- *Regulation to amend Regulation 81-102 respecting Investment Funds*

Draft amendments to the *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Investment Funds* are also published hereunder:

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **March 27, 2026**, to the following:

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
Fax : (514) 864-6381
E-mail : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Sahra Badrudin
Senior Analyst
Investment Products Supervision
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4427
Toll-free: 1 877 525-0337
sahra.badrudin@lautorite.qc.ca

Marie-Aude Gosselin
Senior Analyst
Investment Products Oversight
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4456
Toll-free: 1 877 525-0337
marie-aude.gosselin@lautorite.qc.ca

November 27, 2025

CSA NOTICE OF CONSULTATION

DRAFT REGULATION TO AMEND REGULATION 81-102 RESPECTING INVESTMENT FUNDS

DRAFT CHANGES TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 81-102 RESPECTING INVESTMENT FUNDS

CONSULTATION PAPER ON LIQUIDITY RISK MANAGEMENT TOOLS, LIQUIDITY CLASSIFICATION, AND REGULATORY DISCLOSURE AND DATA

November 27, 2025

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are publishing, for a 120-day comment period, draft amendments (the **Draft Amendments**) to *Regulation 81-102 respecting Investment Funds (Regulation 81-102)* and draft changes (the **Draft Changes**) to *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Investment Funds*. The Draft Amendments and Draft Changes pertain to the liquidity risk management (**LRM**) of all investment funds, including those that are reporting issuers and those that are not. The Draft Amendments and Draft Changes relate to the LRM framework of an investment fund, operational LRM matters, and oversight of the LRM framework.

The text of the Draft Amendments and Draft Changes is published with this Notice and will also be available on the websites of the following CSA jurisdictions:

www.bcsc.bc.ca
www.asc.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca
www.osc.ca
www.lautorite.qc.ca
www.fcnb.ca
nssc.novascotia.ca

Concurrently with this Notice, we are also publishing a consultation paper (the **Consultation Paper**) that seeks feedback on potential additional changes to the regulatory framework to address other aspects of LRM. Specifically, the Consultation Paper addresses the following 3 areas of LRM: (a) LRM tools (**LMTs**); (b) liquidity classification of underlying portfolio assets; and (c) regulatory disclosure and data relating to LRM.

For LMTs, the Consultation Paper

- provides an overview of commonly used LMTs, including advantages and disadvantages of each LMT,
- seeks feedback from stakeholders on whether there is a need to permit, or even require, the use of LMTs that are not currently permitted in Canada, and
- solicits specific comments relating to certain LMTs.

For liquidity classification, the Consultation Paper

- sets out a potential liquidity classification framework, and
- seeks stakeholder feedback on the overall framework, as well as specific elements of the framework.

Finally, for regulatory disclosure and data, the Consultation Paper:

- sets out potential disclosure and confidential reporting requirements, and
- solicits stakeholder feedback on each of the requirements.

Any proposal to create new rules or amend existing rules to establish requirements relating to these 3 areas as a result of the Consultation Paper would require a further public comment process.

Substance and Purpose

The Draft Amendments and Draft Changes are intended to strengthen the LRM framework of all investment funds, in line with the CSA's objectives of protecting investors, promoting fair, efficient and transparent markets, and reducing systemic risk. A strengthened LRM framework will safeguard the interests of investors, including both redeeming investors and remaining investors in an investment fund. An investment fund that has a robust LRM framework will be able to better manage the liquidity of its portfolio in order to meet the redemption needs of its investors in an orderly fashion without disadvantaging remaining investors in the fund. Ensuring that all investment funds have strong LRM frameworks will contribute to fair and efficient markets and will reduce the risk of liquidity crises that may impact the entire financial system.

We are proposing that the Draft Amendments and Draft Changes apply to all investment funds, regardless of whether they are reporting issuers. In the CSA's view, both investment funds that are reporting issuers and those that are not are similarly susceptible to liquidity risk, and both types of funds should have a robust LRM framework to manage this risk.

In particular, the Draft Amendments and Draft Changes will codify the guidance in CSA Staff Notice 81-333 *Guidance on Effective Liquidity Risk Management for Investment Funds* (**SN 81-333**) relating to 3 of the elements of the LRM framework set out in SN 81-333, specifically: (a) strong and effective governance; (b) creation and ongoing maintenance; and (c) stress testing. In addition, the Draft Amendments and Draft Changes build upon the guidance in SN 81-333 by imposing more specific requirements relating to LRM-related policies and procedures, oversight, operations, and stress testing.

Background

(a) Domestic Developments

In September 2020, the CSA published SN 81-333, which provided guidance to investment fund managers (**IFMs**) on the development and maintenance of an effective LRM framework for investment funds. SN 81-333 covered the following 5 elements of an effective LRM framework: (a) strong and effective governance; (b) creation and ongoing maintenance; (c) stress testing; (d) disclosure of liquidity risks; and (e) use of LRM tools to manage potential and actual liquidity issues.

Since the publication of SN 81-333, the CSA have continued to monitor the LRM of investment funds to assess the adoption of good LRM practices set out in the guidance in SN 81-333 and promote LRM tools and disclosure.¹

The Bank of Canada has consistently noted the risk associated with liquidity mismatches potentially faced by fixed income and money market mutual funds in its annual Financial Stability Report.²

(b) International Developments

There have been significant international regulatory developments relating to LRM, chiefly led by the International Organization of Securities Commissions (**IOSCO**) and Financial Stability Board (**FSB**) and there is currently significant international momentum involving securities regulators around the world to strengthen regulatory frameworks relating to LRM.

In 2013, IOSCO published its principles (the **2013 IOSCO Principles**) relating to the regulation of, and industry practices concerning, LRM for collective investment schemes (**CIS**).³ In 2017, the FSB published policy recommendations (the **2017 FSB Recommendations**), most of which were directed at IOSCO, to address risks to global financial stability associated with the relevant structural vulnerabilities from asset management activities, including liquidity mismatch of open-ended funds (**OEFs**).⁴ This was followed by IOSCO's 2018 recommendations for LRM for CIS (the **2018 IOSCO Recommendations**),⁵ which replaced the 2013 IOSCO Principles, and accompanying good practices.⁶

¹ See pg. 9 of the 2022-2025 CSA Business Plan, https://www.securities-administrators.ca/wp-content/uploads/2022/10/2022_2025CSA_BusinessPlan.pdf.

² See, for example, the Financial Stability Report 2024, <https://www.bankofcanada.ca/2024/05/financial-stability-report-2024/>.

³ IOSCO, "Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report" (March 2013), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>.

⁴ FSB, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, (January 12, 2017), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.

⁵ IOSCO, "Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report" (February 2018), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>.

⁶ IOSCO, "Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration: Final Report" (February 2018), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>.

2022 IOSCO Thematic Reviews

In November 2022, IOSCO published a report titled *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations*,⁷ which sets out the results and observations of thematic reviews conducted by IOSCO of 25 IOSCO member jurisdictions, including Canada, that were focused on the implementation of regulatory measures to address the 2018 IOSCO Recommendations (the **2022 IOSCO Thematic Reviews**).

The 2022 IOSCO Thematic Reviews found the Canadian regulatory framework with regard to LRM to be “fully consistent” for 6 of the 10 recommendations, and “broadly consistent” for the other 4. With regard to 2 of the 4 recommendations for which Canada was assessed as “broadly consistent”, IOSCO noted that the LRM regulatory framework is based on guidance that is not legally enforceable and that does not, in some respects according to IOSCO, cover all relevant key elements of the recommendations.

On the recommendation relating to conducting liquidity assessment in different scenarios, IOSCO noted that the guidance does not explicitly require such ongoing assessments, resulting in the “broadly consistent” assessment. In addition, on the recommendation relating to the implementation of additional LMTs, IOSCO noted that there was a lack of flexibility in applying some of the LMTs, resulting in the “broadly consistent” assessment.

2022 FSB Assessment

In December 2022, the FSB published a report titled *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (the **2022 FSB Assessment**).⁸ The report shares findings from the FSB's assessment of the implementation and effectiveness of the 2017 FSB Recommendations.

The FSB found that while the 2017 FSB Recommendations remain broadly appropriate, certain enhancements to the existing international recommendations and related guidance would significantly strengthen the current framework and OEF liquidity management practices.

The FSB and IOSCO agreed to revise the earlier FSB and IOSCO recommendations to address structural liquidity mismatch, promote greater inclusion and use of LMTs, and clarify the appropriate roles of fund managers and authorities in implementing the recommendations. They also agreed to develop detailed guidance on the design and use of LMTs, enhance the availability of OEF-related data for financial stability monitoring, and promote the use of stress testing.

⁷ IOSCO, “Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations: Final Report” (November 2022), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>.

⁸ FSB, “Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds” (December 14, 2022), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf>.

2023 FSB Revised Recommendations

In December 2023, the FSB published a report titled *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*.⁹ The revised recommendations in the report (the **2023 FSB Revised Recommendations**) are addressed to financial regulatory and supervisory authorities and supersede the 2017 FSB Recommendations.

The 2023 FSB Revised Recommendations address the following areas:

- Adequacy of information and transparency
- Adequacy of liquidity management both at the design phase and on an ongoing basis, including a liquidity categorization approach
- Adequacy of LRM tools and measures to deal with stressed market conditions
- Additional market liquidity considerations.

2023 IOSCO Guidance

In December 2023, IOSCO published a report titled *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*.¹⁰ The report sets out guidance (the **2023 IOSCO Guidance**) on the use of anti-dilution LMTs by OEFs to mitigate investor dilution and potential first-mover advantage arising from structural liquidity mismatch in OEFs.

2025 IOSCO Revised Recommendations

In May 2025, IOSCO published a report titled *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (the **2025 IOSCO Revised Recommendations**),¹¹ as well as accompanying guidance in a report titled *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management* (the **2025 IOSCO Guidance**).¹²

The 2025 IOSCO Revised Recommendations update the 2018 IOSCO Recommendations to reflect the 2023 FSB Revised Recommendations and 2023 IOSCO Guidance. The major changes in the 2025 IOSCO Revised Recommendations relate to the liquidity categorization approach included in the 2023 FSB Revised Recommendations and anti-dilution and quantity-based LMTs and other liquidity management measures.

⁹ FSB, “Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds” (December 20, 2023), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201223-1.pdf>.

¹⁰ IOSCO, “Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report” (December 2023), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>.

¹¹ IOSCO, “Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report” (May 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>.

¹² IOSCO, “Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management: Final Report” (May 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

The 2025 IOSCO Guidance sets out technical elements focusing on OEFs to facilitate effective implementation of the 2025 IOSCO Revised Recommendations.

2025 IMF Recommendations

In August 2025, the International Monetary Fund (**IMF**) published its Financial System Stability Assessment for Canada (the **FSSA**).¹³ The IMF recommended that Canada align its regulatory framework relating to liquidity of assets held by publicly offered funds with FSB and IOSCO guidance in this area.¹⁴ The IMF also recommended that Canadian authorities strengthen their approach to stress testing at the level of industry practice.¹⁵

Summary of the Draft Amendments and Draft Changes

The following is a summary of the Draft Amendments and Draft Changes:

(a) Liquidity Risk Management Framework

We are proposing to require an investment fund to establish and maintain an LRM framework.

As part of the LRM framework, we are proposing to require that the investment fund establish, maintain, and apply policies and procedures that address all matters relating to LRM, including, for example, compliance with the requirements set out in the Draft Amendments.

(b) Operational Requirements

We are proposing a number of requirements addressing LRM throughout various stages of the lifecycle of an investment fund, including establishing a new investment fund, considering prospective portfolio transactions, and performing ongoing monitoring of the portfolio.

As part of the ongoing monitoring requirement, we are proposing requirements relating to liquidity thresholds and targets and stress testing. In addition, we are proposing requirements relating to contingency plans.

(c) Oversight

We are proposing that an investment fund be required to appoint an LRM supervisor or establish an LRM committee to provide oversight of the LRM framework.

The Draft Amendments include requiring that, where an investment fund has an LRM committee, the committee include either the chief compliance officer (**CCO**) of the IFM or a person who reports directly to the CCO of the IFM. Where an investment fund has an LRM supervisor, the LRM supervisor must be the CCO of the IFM, an individual who reports directly to the CCO of the IFM, or an individual who reports directly to the CCO of the IFM in respect of LRM matters.

¹³ International Monetary Fund, "Canada: Financial System Stability Assessment – Press Release and Staff Report" (August 1, 2025), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/31/Canada-Financial-System-Stability-Assessment-Press-Release-and-Staff-Report-569167>.

¹⁴ FSSA, pg. 24.

¹⁵ FSSA, pg. 24.

The Draft Amendments also outline requirements relating to the qualifications and functions of the LRM supervisor or LRM committee, as well as the frequency of meetings of the LRM committee, where applicable.

Transition/Coming into Force

Subject to the nature of comments we receive on the Draft Amendments and Draft Changes, as well as any applicable regulatory requirements, we are proposing that, if approved, the Draft Amendments will come into force 3 months after the final publication date.

Local Matters

An annex is being published in any local jurisdiction that is making 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.

Request for Comments

We welcome your comments on the Draft Amendments and Draft Changes.

We are seeking specific feedback on the following questions:

1. Do you have any comments pertaining to section 6.1.1 Liquidity Risk Management Framework?
2. Do you have any comments pertaining to section 6.1.2 Operational Requirements?
3. Do you have any comments pertaining to section 6.1.3 Oversight?
4. Are there any types of investment funds that should be carved out of the Draft Amendments? Alternatively, are there any types of investment funds that should be carved out of certain requirements in the Draft Amendments? Please explain.
5. Do you have any other comments pertaining to the Draft Amendments and Draft Changes?

Please submit your comments in writing on or before March 27, 2026.

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

Submit your comments [here](#). Your comments will be distributed to the participating CSA members.

If Québec is a participating jurisdiction, and you are submitting your comments through the link above, you are also submitting your comments to:

M^e 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
 E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of the written comments received during the comment period. All comments received will be posted on the websites of each of the Alberta Securities Commission at www.albertasecurities.com, the Autorité des marchés financiers at www.lautorite.qc.ca and the Ontario Securities Commission at www.osc.gov.on.ca. 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.

Content of Annexes

This Notice contains the following annex:

Annex A: Consultation Paper on Liquidity Risk Management Tools, Liquidity Classification, and Regulatory Disclosure and Data

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Autorité des marchés financiers

Sahra Badrudin
 Senior Analyst
 Investment Products Supervision
 Phone: 514 395-0337, ext. 4427
 E-mail: sahra.badrudin@lautorite.qc.ca

Marie-Aude Gosselin
 Senior Analyst
 Investment Products Oversight
 Phone: 514 395-0337, ext. 4456
 Email: marie-aude.gosselin@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

James Leong
 Senior Legal Counsel
 Corporate Finance
 Phone: 604 899-6681
 E-mail: jleong@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Jan Bagh
 Senior Legal Counsel
 Corporate Finance
 Phone: 403 355-2804
 Email: jan.bagh@asc.ca

Melissa Yeh
 Legal Counsel
 Corporate Finance
 Phone: 403 355-4181
 Email: melissa.yeh@asc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Heather Kuchuran
 Director
 Corporate Finance
 Phone: 306 787-1009
 E-mail: heather.kuchuran@gov.sk.ca

Manitoba Securities Commission

Patrick Weeks
 Deputy Director
 Corporate Finance
 Phone: 204 945-3326
 E-mail: patrick.weeks@gov.mb.ca

Ontario Securities Commission

Ritu Kalra
 Senior Accountant
 Investment Management
 Phone: 416 721-3847
 Email: rkalra@osc.gov.on.ca

Bryana Lee
 Senior Legal Counsel
 Investment Management
 Phone: 416 593-2382
 Email: blee@osc.gov.on.ca

Stephen Paglia
 Vice President
 Investment Management
 Phone: 416 593-2393
 Email: spaglia@osc.gov.on.ca

Financial and Consumer Services Commission of New Brunswick

Ray Burke
 Manager
 Corporate Finance
 Phone: 506 643-7435
 E-mail: ray.burke@fcbn.ca

Nova Scotia Securities Commission

Jack Jiang
Securities Analyst
Phone: 902 424-7059
Email: jack.jiang@novascotia.ca

Peter Lamey
Legal Analyst
Phone: 902 424-7630
Email: peter.lamey@novascotia.ca

ANNEX A

CONSULTATION PAPER ON LIQUIDITY RISK MANAGEMENT TOOLS,
LIQUIDITY CLASSIFICATION, AND REGULATORY DISCLOSURE AND DATA

November 27, 2025

Table of Contents

A.	Introduction.....	2
	I. Purpose and overview	2
	II. Background	2
B.	Liquidity risk management tools	3
	I. Background	3
	II. Purpose	5
	III. Regulatory considerations around the use of additional LMTs	6
	IV. Types of LMTs	7
C.	Liquidity classification of underlying portfolio assets.....	17
	I. Background	17
	II. Purpose	18
	III. Potential classification framework	18
D.	Regulatory disclosure and data relating to LRM.....	22
	I. Background	22
	II. Purpose	24
	III. Potential requirements	24
E.	Conclusion	27

A. Introduction

I. Purpose and overview

As part of the CSA's work to strengthen the regulatory framework for LRM in Canada, we are publishing this Consultation Paper for a 120-day comment period to seek feedback on potential additional changes to the regulatory framework to address aspects of LRM that are not included in the Draft Amendments and Draft Changes.

Specifically, we are seeking comments on the following three areas of LRM:

1. LMTs
2. Liquidity classification of underlying portfolio assets
3. Regulatory disclosure and data relating to LRM

Any proposal to create new rules or amend existing rules to establish requirements relating to any of the above three areas as a result of this consultation would require a further public comment process.

For LMTs, this Consultation Paper provides an overview of commonly used LMTs, including advantages and disadvantages of each LMT, and seeks feedback from stakeholders on whether there is a need to permit, or even require, the use of LMTs that are not currently permitted in Canada, and solicits specific comments relating to certain LMTs.

With regard to liquidity classification of underlying portfolio assets, this Consultation Paper sets out a potential liquidity classification framework and seeks stakeholder feedback on the framework as a whole, as well as specific elements of the framework.

For regulatory disclosure and data relating to LRM, this Consultation Paper sets out potential disclosure and confidential reporting requirements and solicits stakeholder feedback on each of them.

II. Background

As discussed in the accompanying Notice of Consultation, the FSB and IOSCO have been developing recommendations and guidance relating to LRM over the past decade, and there is currently significant international momentum involving securities regulators around the world to strengthen regulatory frameworks relating to LRM.

In particular, there have been significant recent international regulatory developments relating to the three areas covered in this Consultation Paper, which are discussed in greater detail in each of the subsequent sections relating to each topic.

B. Liquidity risk management tools

I. **Background**

(a) What are LMTs?

LMTs, which are techniques and tools used to manage liquidity needs and risks, form an important part of an IFM's LRM framework. LMTs can be used by IFMs to manage liquidity needs in both normal and stressed market conditions.

There are different types of LMTs, often divided into two groups: (a) anti-dilution or price-based LMTs; and (b) quantity-based LMTs.

Anti-dilution or price-based LMTs aim to pass on the estimated costs of liquidity associated with fund subscriptions and redemptions to the subscribing or redeeming investors by adjusting the net asset value (**NAV**) of the fund or the price at which securities of the fund transact. These types of tools do not preclude an investor from subscribing or redeeming.

Quantity-based LMTs reduce the liquidity obligations of funds through delaying or deferring payments to investors and are seen as more disruptive because they restrict investor access to their invested capital either proportionally or in its entirety. In addition, there are other LMTs that are neither price-based nor quantity-based, such as redemptions in kind and borrowing.

(b) International developments

Recently, there has been significant international momentum regarding the need to increase the availability of LMTs in both normal and stressed market conditions.

In the 2022 IOSCO Thematic Reviews, IOSCO assessed the Canadian regulatory framework with regard to the recommendation relating to LMTs as "broadly consistent".¹ IOSCO noted that there is a lack of flexibility in Canada in applying some of the LMTs and, other than redemption fees, in-kind redemptions, and suspension of redemptions, the use of LMTs in Canada requires exemptive relief from the CSA.

The 2022 FSB Assessment found that most jurisdictions permit OEF managers to implement a broad range of LMTs and that there has been a gradual increase in the inclusion of LMTs in the constitutional documents of OEFs since the publication of the 2017 FSB Recommendations.² The FSB found that the use of anti-dilution LMTs increased during the COVID-19 shock in response to increased redemption requests. The FSB found that there is room for greater uptake of LMTs, in particular anti-dilution LMTs. When LMTs are available, cost, competitive or reputational concerns, as well as operational hurdles, may have prevented OEF managers from both including them in the constitutional documents of OEFS and using them.

¹ IOSCO, "Thematic Review on Liquidity Risk Recommendations: Final Report" (November 2022), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>. See also "2022 IOSCO Thematic Reviews" in the Notice and Request for Comment.

² FSB, "Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds" (December 14, 2022), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf>.

The 2023 FSB Revised Recommendations updated the 2017 FSB Recommendations relating to LMTs.³ One of the major changes was an emphasis on the need for authorities to ensure the availability of a broad set of anti-dilution and quantity-based LMTs for use by OEF managers in normal and stressed market conditions, rather than only focusing on meeting redemptions under stressed market conditions. In addition, the FSB further elaborated on the need to include anti-dilution LMTs in fund constitutional documents and greater use and consistency in use of anti-dilution LMTs in both normal and stressed market conditions, with a focus on imposing on redeeming investors the explicit and implicit costs of redemptions.

In addition, the 2023 IOSCO Guidance, which relates to the use of anti-dilution LMTs by OEFs, addresses the following areas:

- use of appropriate anti-dilution LMTs for OEFs
- imposition of estimated cost of liquidity on subscribing and redeeming investors
- need for responsible entities⁴ to demonstrate to authorities the appropriate calibration of the LMT for both normal and stressed market conditions
- appropriate and sufficiently prudent activation thresholds for anti-dilution LMTs
- adequate and appropriate governance arrangements for decision-making processes for the use of anti-dilution LMTs
- clear disclosure to investors of the objectives and operation of anti-dilution LMTs.⁵

The 2025 IOSCO Revised Recommendations updated the 2018 IOSCO Recommendations relating to LMTs.⁶ Firstly, with regard to consistency between an OEF's investment strategy and liquidity with the terms and conditions of fund subscriptions and redemptions, IOSCO included guidance relating to notice periods, lock-up periods, settlement periods, and redemption caps for structuring OEFs that allocate a significant proportion of their portfolio to illiquid assets.⁷

Additionally, IOSCO recommended that the responsible entity consider and implement a broad set of LMTs and measures to the extent allowed by local law and regulation for each OEF under its management, for both normal and stressed market conditions.⁸ IOSCO also recommended that the responsible entity consider and use anti-dilution LMTs to mitigate material investor dilution and potential first-mover advantage arising from structural liquidity mismatches in the OEFs it manages.⁹

IOSCO also updated the recommendation in the 2018 IOSCO Recommendations relating to governance to specifically include governance relating to the use of LMTs and other liquidity

³ FSB, "Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds" (December 20, 2023), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201223-1.pdf>.

⁴ In Canada, the responsible entity of an investment fund is the IFM.

⁵ IOSCO, "Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report" (December 2023), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>.

⁶ IOSCO, "Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report" (May 2025), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>.

⁷ Recommendation 3 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

⁸ Recommendation 6 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

⁹ Recommendation 7 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

management measures.¹⁰ IOSCO recommended that responsible entities have adequate and appropriate governance arrangements in place for their LRM processes, including clear decision-making processes for the use of LMTs and other liquidity management measures in normal and stressed market conditions.

In addition, IOSCO updated the recommendation in the 2018 IOSCO Recommendations relating to the disclosure of liquidity risk and a collective investment scheme's (CIS) LRM process to specifically include disclosure about the availability and use of LMTs and liquidity management measures.¹¹ Finally, IOSCO also added a new recommendation that the responsible entity publish clear disclosures of the objectives and operation, including design and use, of anti-dilution LMTs, quantity-based LMTs and other liquidity management measures.¹²

In August 2025, the IMF recommended in the FSSA that Canada align its regulatory framework relating to liquidity of assets held by publicly offered funds with FSB and IOSCO guidance in this area,¹³ which would include FSB and IOSCO guidance and recommendations relating to LMTs.

II. Purpose

LMTs are an important part of an investment fund's LRM framework and serve two main purposes.

Firstly, LMTs protect the remaining investors in a fund from "first mover advantage" and the dilutive effects of redemptions by other investors. When investors in a fund redeem out of the fund, there are costs of liquidating portfolio assets to meet those redemption requests. In particular, in stressed market conditions, there may be a run on redemptions as investors rush to redeem out of the fund to avoid potential losses. Without effective LMTs, those costs are generally borne by the remaining investors rather than redeeming investors. Price-based or anti-dilution LMTs are intended to mitigate this issue and are generally used as maintenance tools to prevent liquidity issues before they occur.

Secondly, LMTs help IFMs better manage redemptions in an orderly fashion during stressed market conditions or periods of unusually high redemptions. Quantity-based LMTs, which are typically emergency tools that are used in stressed market conditions, assist IFMs in such circumstances by limiting the number of redemptions that need to be met during a certain period of time, so that a fund does not need to urgently dispose of assets at discounted prices, which would be detrimental to all unitholders. The use of such LMTs can give an IFM additional time to try to dispose of portfolio assets at a price that is not significantly discounted.

Currently, there are generally only three LMTs that are used by investment funds that are reporting issuers: suspension of redemptions, redemption fees, and redemptions in kind. The CSA is considering permitting other LMTs to be used by investment funds that are reporting

¹⁰ Recommendation 13 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

¹¹ Recommendation 16 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

¹² Recommendation 17 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

¹³ International Monetary Fund, "Canada: Financial System Stability Assessment – Press Release and Staff Report" (August 1, 2025), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/31/Canada-Financial-System-Stability-Assessment-Press-Release-and-Staff-Report-569167>, pg. 24.

issuers in both normal and stressed market conditions in order to strengthen the ability of investment funds to manage liquidity and better protect investors.

III. Regulatory considerations around the use of additional LMTs

This section provides an overview of some regulatory considerations around the use of additional LMTs.

There are different potential regulatory approaches to permitting funds to use additional LMTs. One approach would be to amend the existing rules to permit the use of certain LMTs by investment funds that are reporting issuers without requiring that funds adopt or use those LMTs. This approach would allow IFMs to have access to a broader range of LMTs to help manage their liquidity and would ultimately allow IFMs to decide which LMTs, if any, to adopt for their particular funds. Arguably, IFMs would be best positioned to make this determination, since there may be different strategies and methods for the use of LMTs for different investment funds in different circumstances. However, this approach could result in different LMTs being adopted by different IFMs for similar types of funds.

A different approach would be to amend the existing rules to not only permit the use of additional LMTs, but to require funds to adopt a minimum number of LMTs or even specific LMTs. This approach addresses the potential issue of IFMs choosing not to adopt any LMTs because of a perceived competitive disadvantage. Specifically, some IFMs may choose not to adopt any LMTs at all because they fear that investors may choose funds that do not have LMTs over those that do. This could be because some investors may perceive funds that have adopted LMTs to be more susceptible to liquidity issues than those that do not, or because some investors may prefer funds that do not have the ability to adjust their redemption prices or prevent or delay redemption requests in exceptional circumstances. By requiring funds to adopt a minimum number of LMTs or specific LMTs, this approach would potentially level the playing field.

It is worth noting that an investment fund will realistically not be able to adopt all types of LMTs as the implementation of some LMTs would conflict with others. In particular, since price-based or anti-dilution LMTs have different methodologies for calculating the redemption price of a fund, it would likely not be possible for a fund to adopt multiple price-based or anti-dilution LMTs. As such, even if funds were permitted to use a wide range of LMTs, they would not be able to use all of them, and IFMs would need to select the appropriate LMTs for their specific funds.

In addition, some LMTs, including many of the price-based or anti-dilution LMTs, may need to be built into a fund at the product design phase. For existing funds, since the adoption of LMTs may impact the price that an investor receives upon redemption or the ability of the investor to redeem out of the fund in exceptional circumstances, there may be a need for unitholder notification, consent or approval.

Finally, depending on the type of LMT, there may be a need for internal governance and oversight by an IFM before activating the use of an LMT.

IV. Types of LMTs

To provide a more comprehensive picture of potential LMTs that could be made available by the CSA, this section provides an overview of each of the most commonly used LMTs, including the advantages and disadvantages of each LMT.

Price-based or anti-dilution LMTs

(a) Swing pricing

Swing pricing is the process by which the fund's NAV is adjusted by applying a swing factor that reflects the liquidity cost of net subscriptions or redemptions. All investors would pay or receive the same swung price. Generally, swing pricing is not used during an initial ramp-up period of a fund, or during termination of the fund.

For the purpose of this Consultation Paper, the CSA refers to swing pricing in the context of applying a swing factor that reflects the liquidity cost of net redemptions, not subscriptions.

There are two main forms of swing pricing. The first is known as "full" swing pricing, and involves the NAV being adjusted down on each day that NAV is calculated if there are net outflows on that day.

The second form of swing pricing is known as "partial" swing pricing and is only used when the net outflows of the fund are greater than a predetermined threshold, often referred to as the swing threshold. The swing threshold is usually set as a percentage or a number of basis points. One type of partial swing pricing is a tiered swing pricing model, whereby the fund's NAV is adjusted based on multiple predetermined threshold and factors. In a tiered swing pricing model, when the net outflows reach certain thresholds, the fund applies a different corresponding swing factor.

In some jurisdictions, there is often a maximum swing factor that would be disclosed in a fund's prospectus, such as a maximum of 2% of NAV.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • As with other price-based LMTs, swing pricing protects against dilution by passing on transaction costs to redeeming investors and mitigates first-mover advantage • Swing pricing is a relatively cost-effective anti-dilution LMT, in comparison to other anti-dilution LMTs • Swing pricing is a widely adopted and established LMT in certain jurisdictions • Swing pricing can be used as a deterrent against frequent trading activity and market timing activity • Swing pricing can be used as a deterrent against potential large redemptions when liquidity costs increase • Compared to full swing pricing, tiered 	<ul style="list-style-type: none"> • Swing pricing is relatively complex, requiring a high level of expertise to set up and operate • Since swing pricing is activated by net outflows of the fund, individual investors may be disadvantaged when swing pricing is activated by a large redemption from a single redeeming investor • Swing pricing may be perceived to be too complex to investors who are not familiar with the concept of swing pricing • Swing pricing may be perceived to be non-transparent to investors, as the redemption price may be subject to information that is not available to the redeeming investor (e.g. a redeeming investor may not know if there are net

<p>swing pricing better reflects the trading curve by taking into account different potential dilution impacts of different trade sizes</p>	<p>outflows on the relevant calculation date)</p> <ul style="list-style-type: none"> • While swing pricing does not actually make the NAV more volatile, the NAV may appear to be volatile for the purpose of NAV calculation due to the NAV changing as a result of the application of the swing factor
---	---

(b) Dual pricing

Dual pricing is the system by which there are two NAVs calculated for each point in time in which NAV is calculated. Subscribing investors would subscribe using the higher NAV and redeeming investors would redeem using the lower NAV. The spread between the two prices could be dynamic to reflect the liquidity costs during real-time market conditions.

One common form of dual pricing is for one NAV to reflect the ask prices of the underlying assets and the other NAV to reflect the bid prices of the underlying assets. Another common form of dual pricing is to use an adjustable spread around the fund's NAV under which assets are priced on a mid-market basis. In this type of dual pricing, the spread is between a bid price at which fund redemptions are conducted and an ask price at which fund subscriptions are transacted.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • As with other price-based LMTs, dual pricing protects against dilution by passing on transaction costs to redeeming investors and mitigates first-mover advantage • Dual pricing can be used as a deterrent against frequent trading activity and market timing activity • Dual pricing can be used as a deterrent against potential large redemptions when liquidity costs increase • Dual pricing based on bid and ask prices fully reflects market movements • Dual pricing based on an adjustable spread is dynamic and reflects liquidity costs based on real-time market conditions 	<ul style="list-style-type: none"> • Dual pricing is relatively complex, requiring a high level of expertise to set up and operate • Dual pricing imposes additional operational burdens and complexity on fund intermediaries, service providers and other third parties as they would need to be able to handle two different unit prices on each trade date • Dual pricing imposes operational costs on intermediaries due to necessity of submitting purchase and redemption orders separately • Dual pricing based on bid and ask prices does not naturally take into account any significant market impact or explicit transaction costs, which would need to be accounted for separately through an additional adjustment to the NAV

(c) Redemption or liquidity fees

A redemption or liquidity fee is a fee charged to the transacting investor by a fund when the investor redeems units of the fund and is usually deducted from the net asset value per unit.

The redemption or liquidity fee is intended to cover the liquidity costs associated with the redemption.

In Canada, while redemption fees were commonly charged by investment funds that had a deferred sales charge option prior to the ban on deferred sales charge options,¹⁴ such redemption fees were typically charged if an investor sold units of the fund within a specified time frame and were not necessarily intended to address liquidity costs.

Outside of redemption fees charged as part of the deferred sales charge option, redemption or liquidity fees in Canada have often taken the form of large transaction or sizable transaction fees (whereby investors are charged a fee where a redemption or switch to another fund exceeds a certain value threshold) and short term trading fees (whereby investors are charged a fee for redeeming or switching out of the fund within a specified short period of time after subscribing or switching into the fund).

However, IFMs may charge redemption or liquidity fees in the case of redemptions to explicitly pass on liquidity costs to redeeming unitholders, and such redemption or liquidity fees may be mandatory or discretionary. Where the redemption or liquidity fee is mandatory, it is applicable to each redemption. Where the redemption or liquidity fee is discretionary, the applicability of the fee is at the discretion of the IFM.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • As with other price-based LMTs, redemption or liquidity fees protect against dilution by passing on transaction costs to redeeming investors and mitigate first-mover advantage • Redemption or liquidity fees are a relatively straightforward and cost-effective anti-dilution LMT, in comparison to other anti-dilution LMTs • Redemption or liquidity fees can be used as a deterrent against frequent trading activity • Redemption or liquidity fees can be used as a deterrent against potential large redemptions when liquidity costs increase • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, redemption or liquidity fees do not involve adjustments to NAV and therefore do not impact performance • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, redemption or liquidity fees are more 	<ul style="list-style-type: none"> • High redemption or liquidity fees may harm unitholders who need to redeem during a period of investor hardship • If redemption or liquidity fees are applied on a discretionary basis, they may cause unfair advantages or disadvantages for certain investors • If redemption or liquidity fees are applied on a discretionary basis, investors may not know when such fees will be charged and the amount of such fees • If fund managers have discretion over the applicability of a redemption or liquidity fee, they may hesitate to impose the fee for fear of investor complaints or for reputation-related reasons

¹⁴ See Multilateral CSA Notice: *Regulation to amend Regulation 81-105 respecting Mutual Fund Sales Practices and Related Consequential Amendments relating to Prohibition of Deferred Sales Charges for Investment Funds* and OSC Staff Notice 81-731 *Next Steps on Deferred Sales Charges*.

<p>transparent and understandable for investors</p> <ul style="list-style-type: none"> • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, redemption or liquidity fees can be structured to only apply to individual redeeming investors whose redemptions trigger a certain threshold 	
--	--

(d) Anti-dilution levies

An anti-dilution levy is a variable levy or fee that investment funds impose on investors who buy or redeem units of the fund. For the purpose of this Consultation Paper, the CSA refers to anti-dilution levies in the context of redeeming investors rather than subscribing investors. In the context of redemptions, an anti-dilution levy is an amount deducted from the proportion of the NAV received by a redeeming securityholder, which is meant to cover the transaction costs associated with the redemption, such as trading and administrative expenses.

There are different ways to impose anti-dilution levies; they can be based on the fund's net outflows and be imposed on all redeeming securityholders, or they can also be based on an individual investor's outflows and charged to each investor accordingly.

While anti-dilution levies are similar to redemption fees in that they both involve reducing the proportion of the NAV received by a redeeming securityholder, redemption fees generally involve a fixed rate, while anti-dilution levies involve variable rates and can be adjusted based on market conditions. For example, the rate of an anti-dilution levy may be increased during stressed market conditions or during a period of higher redemptions.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, anti-dilution levies do not involve adjustments to NAV and therefore do not impact performance • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, anti-dilution levies are more transparent and arguably more understandable for investors. • Unlike other price-based LMTs such as swing pricing and dual pricing, anti-dilution levies can be structured to only apply to individual redeeming investors whose redemptions trigger a certain threshold • Anti-dilution levies can be used as a deterrent against frequent trading activity and market timing activity 	<ul style="list-style-type: none"> • Compared to redemption fees, anti-dilution levies are relatively complex and difficult to implement, as they are variable and take into account different conditions and factors • If anti-dilution levies are applied arbitrarily, they may cause unfair advantages or disadvantages for certain investors • Transparency of limits associated with anti-dilution levies may lead to some redeeming investors "gaming" the system • If fund managers have discretion over the applicability of an anti-dilution levy, they may hesitate to impose the levy for fear of investor complaints or for reputation-related reasons

<ul style="list-style-type: none"> • Anti-dilution levies can be used as a deterrent against potential large redemptions when liquidity costs increase 	<ul style="list-style-type: none"> • High anti-dilution levies may harm unitholders who need to redeem during a period of investor hardship
---	--

(e) Valuation at bid or ask prices

Valuation at bid or ask prices is an asset valuation procedure that consists of switching from valuation at mid-price to valuation according to bid or ask price, depending on the net fund flows, which would result in adjustments to net asset value calculations that reflect the transaction costs of redemptions. Where there is a net inflow, the net asset value is based on the ask-price. Where there is a net outflow, the net asset value is based on the bid-price.

A variation of this procedure involves setting a threshold, which would be used to determine whether to value assets at the bid or ask price.

In the case of valuation at bid or ask prices, the net asset value is the same for all investors.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Valuation at bid or ask prices takes into account the actual transaction costs of redemptions • As with other price-based LMTs, valuation at bid or ask prices protects against dilution by passing on transaction costs to redeeming investors and mitigates first-mover advantage • Valuation at bid or ask prices can be used as a deterrent against frequent trading activity and market timing activity • Valuation at bid or ask prices can be used as a deterrent against potential large redemptions when liquidity costs increase 	<ul style="list-style-type: none"> • Since valuation at bid or ask prices is activated by net outflows of the fund, individual investors may be disadvantaged when valuation at bid or ask prices is activated by a large redemption from a single redeeming investor • Valuation at bid or ask prices is more complex for investors to understand • Valuation at bid or ask prices may be perceived to be non-transparent to investors, as the redemption price may be subject to information that is not available to the redeeming investor (e.g. a redeeming investor may not know if there are net outflows on the relevant calculation date) • While valuation at bid or ask prices does not actually make the NAV more volatile, the NAV may appear to be volatile for the purpose of NAV calculation due to the valuation of assets changing between bid and ask prices

Quantity-based LMTs

(f) Expansion of suspension of redemptions

The suspension of redemptions involves a fund suspending the right of investors to redeem their securities for a period of time. It is generally intended to be used for short periods of times during exceptional market conditions and is commonly seen as a last resort.

In Canada, the suspension of redemptions is permitted where normal trading is suspended on a stock exchange, options exchange, or futures exchange and a number of other conditions exist.¹⁵ An IFM must obtain the approval of the applicable securities regulatory authority for the suspension of redemptions in any other circumstances.¹⁶

Some jurisdictions outside of Canada permit the suspension of redemptions in other circumstances or leave the suspension of redemptions to the discretion of the fund manager. In some jurisdictions, the suspension of redemptions may be required by the regulator if the regulator deems it to be necessary for the public interest, including for financial stability reasons.

There may be circumstances in which a fund manager may believe that the suspension of redemptions is required beyond the suspension of normal trading on a stock exchange, such as when daily redemption requests of a fund exceed a predefined threshold or in the event of a cyber-security incident.

The expansion of the ability to suspend redemptions in Canada could involve expanding the types of circumstances in which the suspension of redemptions is permitted without regulatory approval.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • The suspension of redemptions allows for a fund to address liquidity challenges quickly and effectively • The suspension of redemptions prevents a sudden outflow of cash that could force the sale of assets under unfavourable conditions or leave remaining investors with the least liquid or riskier portfolio assets by enabling the fund to spread out redemptions over time 	<ul style="list-style-type: none"> • Suspension of redemptions should be a last resort, and expanding the ability to suspend redemptions may lead to overuse of this tool • The suspension of redemptions may signal to the market that the fund is in “trouble”, which may lead to broader negative consequences, such as contagion effects and reputational damage for the IFM

¹⁵ Subsection 10.6(1) of Regulation 81-102 states the following:

An investment fund may suspend the right of securityholders to request that the investment fund redeem its securities for the whole or any part of a period during which either of the following occurs:

- (a) normal trading is suspended on a stock exchange, options exchange or futures exchange within or outside Canada on which securities are listed and posted for trading, or on which specified derivatives are traded, if those securities or specified derivatives represent more than 50% by value, or underlying market exposure, of the total assets of the investment fund without allowance for liabilities and if those securities or specified derivatives are not traded on any other exchange that represents a reasonably practical alternative for the investment fund;
- (b) in the case of a clone fund, the investment fund whose performance it tracks has suspended redemptions.

¹⁶ See subsection 5.5(1) of Regulation 81-102.

<ul style="list-style-type: none"> • The suspension of redemptions treats all investors equally • The suspension of redemptions provides additional time for communication among IFMs, investors and other market participants, potentially leading to investors changing their intentions to redeem 	<ul style="list-style-type: none"> • The suspension of redemptions may harm unitholders who need to redeem during a period of investor hardship
--	--

(g) Redemption gates

A redemption gate is a mechanism that allows an investment fund to limit the amount of the fund's net asset value that can be redeemed by investors on a specific trading day when redemption requests exceed a predefined threshold, often set as a percentage of the fund's total assets. Redemption gates are generally imposed after a predefined threshold is crossed. Once a redemption gate is activated, only a *pro rata* portion of each investor's redemption request is processed immediately, while the remaining amount is deferred to the next trading day, or, in some cases, cancelled.

In some cases, redemption gates are only used on a temporary basis, and after a certain period of time has passed, the IFM would remove the redemption gate.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Redemption gates prevent a sudden outflow of cash that could force the sale of assets under unfavourable conditions or leave remaining investors with the least liquid or riskier portfolio assets by spreading out redemptions over time • Redemption gates provide additional time for communication among IFMs, investors and other market participants, potentially leading to investors changing their intentions to redeem 	<ul style="list-style-type: none"> • Redemption gates may signal to the market that the fund is in "trouble", which may lead to broader negative consequences, such as contagion effects and reputational damage for the IFM • Unless redemption gates are implemented on a <i>pro rata</i> basis, they can still reward first movers who redeem before the redemption gate is implemented • If redemption gates are not temporary, they restrict the ability of investors to redeem

(h) Notice periods

A notice period is the period of advance notice that investors must give to an investment fund when redeeming their securities in the fund. The notice period does not include the settlement period and may not include the time period from which the redemption request is submitted to a dealer, for example, to the request being received by the investment fund. A notice period is generally applicable to all investors in the fund. In some cases, notice periods may only apply during certain periods of time.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Notice periods allow the fund to satisfy redemption requests in an orderly manner without the need to sell portfolio assets at discounted prices, which would be disadvantageous to the remaining investors in the fund • Notice periods give the fund the ability to align redemption needs with the underlying liquidity of the investments • Notice periods enable a smooth and orderly sale of portfolio assets to meet redemption requests in the case of a significant number of redemptions without sending a negative signal to the market 	<ul style="list-style-type: none"> • Notice periods extend the length of time that it takes for an investor to receive the proceeds of the investment that they're redeeming, which is particularly disadvantageous in the case where the investor needs the capital as soon as possible • The delay in receiving their redemption proceeds may dissuade an investor from investing in the fund • For a fund with daily redemptions, the existence of a notice period could be seen as misleading by investors who expect to be able to redeem on-demand • Notice periods may incentivize some IFMs to invest in less liquid assets

(i) Extension of settlement periods

A settlement period is the time period between the date of the redemption request and the date on which the redemption is completed and settled. An extension of the settlement period for a redemption would provide a fund manager with more time to dispose of portfolio assets to meet redemption requests in an orderly fashion.

In some cases, the extension of a settlement period may only be applicable under certain circumstances, such as when redemptions exceed a predetermined threshold.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • The extension of settlement periods allows the fund to satisfy redemption requests in an orderly manner without the need to sell portfolio assets at discounted prices, which would be disadvantageous to the remaining investors in the fund • The extension of settlement periods gives the fund the ability to align redemption needs with the underlying liquidity of the investments • The extension of settlement periods enables a smooth and orderly sale of portfolio assets to meet redemption requests in the case of a significant number of redemptions without sending a negative signal to the market 	<ul style="list-style-type: none"> • The extension of settlement periods extends the length of time that it takes for an investor to receive the proceeds of the investment that they're redeeming, which is particularly disadvantageous in the case where the investor needs the capital as soon as possible • The delay in receiving their redemption proceeds may dissuade an investor from investing in the fund • For a fund with daily redemptions, the extension of the settlement period could be seen as misleading by investors who expect to be able to redeem on-demand • The extension of settlement periods may incentivize some IFMs to invest in less liquid assets • Compared to notice periods, the net asset value for redeeming investors is determined before managers begin to sell

	assets, which can introduce unfair treatment between investors, as exiting investors are artificially locking in the price at which they will exit the fund, leaving the remaining investors to carry larger market risk than usual
--	---

(j) Side pockets

A side pocket is a mechanism by which a fund manager segregates specific illiquid assets from liquid assets in the fund's portfolio within a separate account or fund, often referred to as the illiquid pocket. Side pockets are often used when the valuation of illiquid assets is temporarily difficult or even impossible, affecting the ability of the fund manager to dispose of such assets.

Where a side pocket is in place, existing investors in the fund receive a *pro rata* share in the illiquid pocket. Existing investors that redeem out of the fund remain invested in the illiquid pocket until the assets in the illiquid pocket can be sold, while new investors do not receive a share in the illiquid pocket. The liquid pocket remains open to subscriptions and redemptions.

While side pockets may take the form of a separate account in some jurisdictions, if side pockets were to become permitted in Canada, the side pocket would likely need to be a separate fund given the requirement under subsection 1.3(1) of Regulation 81-102 that each section, part, class or series of a class of securities of an investment fund that is referable to a separate portfolio of assets is considered to be a separate investment fund.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Side pockets protect investors by mitigating first-mover advantage and avoiding the “last man standing” scenario • Side pockets ensure that only existing investors will be impacted by the performance of the illiquid investments in the side pocket, and not new investors • Side pockets prevent the forced sale of illiquid assets under unfavourable conditions • Side pockets provide access to the liquid component of a portfolio without compromising the integrity of the entire portfolio • Side pockets ensure fair treatment among investors as investors receive a <i>pro rata</i> share of the illiquid portion of the portfolio • Side pockets allow a fund to continue to grow and operate the liquid portion of the portfolio without being impacted by the illiquid portion of the portfolio 	<ul style="list-style-type: none"> • Side pockets limit when and how investors can withdraw their investment in the fund • Side pockets may harm unitholders who need to redeem during a period of investor hardship • Side pockets increase the opportunity cost of investing for investors as it removes their ability to withdraw capital from poorly performing funds • Side pockets may lead to different performance for new vs. existing investors • The creation of a side pocket may require the creation of a separate investment fund, which will have costs and operational burdens • Side pockets may create conflicts of interest, in that illiquid assets may be segregated into side pockets for reasons other than liquidity risk management,

	such as to protect manager fees on the liquid portion of the portfolio
--	--

Other LMTs

(k) Increased temporary borrowing limit

Currently, investment funds are subject to the borrowing limits in Regulation 81-102.¹⁷ The rules permit an investment fund to borrow cash or provide a security interest over any of its portfolio assets if the transaction is a temporary measure to: (a) accommodate requests for the redemption of securities of the investment fund while the investment fund effects an orderly liquidation of portfolio assets; or (b) permit the investment fund to settle portfolio transactions; and in both cases, so long as the outstanding amount of all borrowings of the investment fund does not exceed 5% of its NAV at the time of the borrowing.

Permitting funds to temporarily increase their borrowing limit can help a fund meet its redemption needs on a temporary basis. An increased temporary borrowing limit could involve increasing the limit beyond 5% of a fund's NAV.

Exemptive relief to increase, or exempt funds from, the borrowing limits has previously been granted in certain circumstances. For example, in April 2020, the CSA provided mutual funds that invested in fixed income securities with a temporary exemption from the borrowing limits in order to accommodate requests for redemptions for a period of approximately 3 months during the COVID-19 pandemic.¹⁸ Specifically, the temporary exemption was intended to facilitate an orderly liquidation of fixed income securities to address the short-term dislocation in the fixed income securities market due to the COVID-19 pandemic.

Advantages	Disadvantages
<ul style="list-style-type: none"> • Relative to more complex LMTs, borrowing can be done fairly quickly • Borrowing does not affect the ability of investors to redeem or explicitly and directly change the redemption price, as compared to other LMTs 	<ul style="list-style-type: none"> • Borrowing costs and risks would ultimately be borne by the remaining investors in the fund • Unless disclosure is provided about each borrowing transaction, investors may not be aware of the use of borrowing to manage liquidity needs

¹⁷ See s. 2.6 of Regulation 81-102.

¹⁸ CSA, "Canadian securities regulators temporarily increase short-term borrowing limits for mutual funds investing in fixed income" (April 17, 2020), <https://www.securities-administrators.ca/news/canadian-securities-regulators-temporarily-increase-short-term-borrowing-limits-for-mutual-funds-investing-in-fixed-income/>.

Question 1: For investment funds that are reporting issuers, is there a need for the CSA to permit the use of LMTs that are not already currently permitted? Please explain, and if applicable, identify any specific LMTs that the CSA should permit the use of.

Question 2: For IFMs of investment funds that are reporting issuers, have there been past situations in which one of your investment funds would have benefited from being permitted to use an LMT that is not already currently permitted? If so, please explain, including an explanation for why you did not apply for exemptive relief from the applicable securities regulatory authority to use the LMT.

Question 3: Are there any LMTs that the CSA should not permit to be used by investment funds that are reporting issuers? If so, please identify the specific LMTs and explain.

Question 4: Should the CSA be requiring investment funds that are reporting issuers to adopt LMTs, including by requiring that such investment funds adopt a minimum number of LMTs or for example, a minimum number of price-based LMTs? Please explain, and if applicable, identify any specific LMTs that the CSA should require investment funds that are reporting issuers to adopt.

Question 5: Should the CSA expand the circumstances in which an investment fund that is a reporting issuer can suspend redemption rights without regulatory approval beyond the circumstances set out in subsection 10.6(1) of Regulation 81-102? If so, please explain and identify the circumstances.

Question 6: Should the CSA increase the temporary borrowing limit beyond what is currently permitted under section 2.6 of Regulation 81-102? If so, please explain and identify any potential parameters around the increased temporary borrowing limit.

Question 7: For investment funds that are reporting issuers, are there any LMTs that are not discussed in this Consultation Paper that the CSA should consider permitting or requiring the use of? Please explain.

Question 8: Are there any types of investment funds that are reporting issuers that should: (a) be carved out of any requirements relating to LMTs; (b) be subject to different requirements relating to LMTs; or (c) not be permitted to use any specific LMTs? Please explain.

C. Liquidity classification of underlying portfolio assets

I. Background

The 2023 FSB Revised Recommendations include the recommendation that authorities outline their approach to defining assets as liquid, less liquid or illiquid, or comparable categories.¹⁹ The FSB recommended that such an approach be based on the liquidity of the funds' assets in normal and stressed market conditions. The 2023 FSB Revised Recommendations also include guidance for authorities to consider classifying entire fund portfolios by liquidity, such that a fund may be considered to invest mainly in liquid assets, invest mainly in less liquid assets, or allocate a significant proportion of its assets to illiquid assets.

¹⁹ Recommendation 3 of 2023 FSB Revised Recommendations.

The 2025 IOSCO Revised Recommendations echo the FSB recommendation relating to both the classification of assets and classification of the fund's portfolio as a whole.²⁰

As discussed earlier, in the FSSA, the IMF recommended that Canada align its regulatory framework relating to liquidity of assets held by publicly offered funds with FSB and IOSCO guidance in this area,²¹ which would include the FSB and IOSCO recommendations relating to liquidity classification.

II. Purpose

The CSA is of the view that the classification of portfolio assets into liquidity buckets serves 4 purposes.

Firstly, it allows the IFM to construct a portfolio for the investment fund that meets the fund's liquidity needs by matching the expected redemption needs of the investor base with the appropriate mix of portfolio assets based on the time that it would take to convert the asset into cash without adversely impacting value of the asset.

Secondly, classification would allow the IFM to ensure, on an ongoing basis, that the liquidity profile of the portfolio continues to meet the liquidity needs of the fund. Specifically, the classification framework would enhance the fund's ability to adjust its portfolio composition in situations where the IFM must either anticipate or react to adverse events.

The classification requirement would enable investment funds to manage their ability to meet redemptions based on specific time periods by categorizing their investments in terms of the time period needed to dispose of and settle such investments without adverse impact on the price of the investment. This benefit is equally applicable during both the design phase and on an ongoing basis.

Thirdly, public disclosure of the classification of the portfolio assets of a fund into liquidity buckets would provide investors with transparency into the liquidity of the fund's portfolio, enabling investors to assess a fund's relative liquidity and therefore make more informed investment decisions.

Finally, the classification framework would facilitate meaningful and useful reporting to the applicable securities regulatory authority on the liquidity characteristics of an investment fund's portfolio, which would enable the securities regulatory authorities to monitor for system-wide liquidity trends and risks.

In both the case of public disclosure and reporting to securities regulatory authorities, the CSA is of the view that a standardized liquidity classification framework would ensure consistency across the investment fund industry, benefiting both investors for comparability purposes and the securities regulatory authorities for monitoring purposes.

III. Potential classification framework

The CSA is considering establishing new requirements for all investment funds, including those that are not reporting issuers, to classify the liquidity of each of the fund's investments as part of

²⁰ Recommendation 3 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

²¹ FSSA, pg. 24.

the design phase of the fund, as well as for each new investment. This would also include requiring investment funds to review the liquidity classification of each of the fund's investments on an ongoing basis.

The potential requirements would also include, for investment funds that are reporting issuers, disclosing to investors the percentage of the fund's portfolio assets that belong to each liquidity category. Additionally, this would also require all investment funds, including those that are not reporting issuers, to report on a confidential basis to the relevant securities regulatory authorities the liquidity classification of each investment held by the fund. The potential disclosure and reporting requirements are further discussed below under "Regulatory disclosure and data relating to LRM".

(a) Classification categories

The classification framework would be based on the number of business days within which a fund's portfolio asset would be readily disposed of and its disposition would be settled. The disposition would need to be at an amount that at least approximates the amount at which the asset is valued in calculating the net asset value per security of the fund.

The classification framework would be made up of the following categories:

1. Highly liquid assets: Assets that would be readily disposed of, and their disposition would be settled, within 3 business days during both normal and stressed market conditions at an amount that at least approximates the amount at which the asset is valued in calculating the net asset value per security of the fund
2. Moderately liquid assets: Assets that would be readily disposed of, and their disposition would be settled, in either 4 or 5 business days during both normal and stressed market conditions at an amount that at least approximates the amount at which the asset is valued in calculating the net asset value per security of the fund
3. Less liquid assets: Assets that would be readily disposed of in 5 or less business days during both normal and stressed market conditions at an amount that at least approximates the amount at which the asset is valued in calculating the net asset value per security of the fund, but where the settlement of the disposition is reasonably expected to take more than 5 business days
4. Illiquid assets: Assets that would be readily disposed of, and their disposition would be settled in more than 5 business days during both normal and stressed market conditions at an amount that at least approximates the amount at which the asset is valued in calculating the net asset value per security of the fund

The definition of each of the above classification categories requires that the timeline include an assessment of the time needed for both disposition and settlement. The CSA's view is that the timeline used to measure the liquidity of an asset would need to take into account the settlement period because it is the actual conversion of the asset into cash that enables an investor to receive their redemption proceeds.

Question 9: Do you agree with the four classification categories? If not, please explain.

Question 10: Do you agree with including the settlement period in the timeline set out in each of the four classification categories? If not, please explain.

Question 11: Should any of the four classification categories be revised to distinguish between the timeline required to readily dispose of and settle an asset during normal market conditions and the timeline required to do so during stressed market conditions? If so, please explain the distinction that should be made.

(b) Illiquid asset restrictions

The potential requirements would not change the existing illiquid asset restrictions under Regulation 81-102.²² However, in order to align the definition of illiquid asset with the above classification categories, the definition of illiquid asset would need to be revised accordingly. Specifically, the definition of illiquid asset would need to be revised to include the words “within 5 business days” between “readily disposed of” and “through market facilities”, as follows:

(a) *a portfolio asset that cannot be readily disposed of **within 5 business days** through market facilities on which public quotations in common use are widely available at an amount that at least approximates the amount at which the portfolio asset is valued in calculating the net asset value per security of the investment fund, or*

(b) *a restricted security held by an investment fund.*

The CSA notes that a liquidity classification framework serves a related but different purpose than the illiquid asset restrictions. In the CSA's view, the illiquid asset restrictions are intended to limit an investment fund's exposure to assets that cannot be readily disposed of quickly. However, the illiquid asset restrictions do not address the overall liquidity of the portfolio, particularly the allocation of the remainder of the portfolio among highly liquid assets, moderately liquid assets, and less liquid assets, and does not assist the IFM in aligning the types of investments held in the portfolio with redemption obligations. In addition, the illiquid asset restrictions do not provide transparency for investors and the regulatory securities authorities into the rest of the portfolio beyond the illiquid assets held by the fund, preventing investors from having a complete picture of the liquidity profile of the fund and securities regulatory authorities from monitoring for systemic liquidity risks.

Question 12: Do you agree with the potential change to the definition of illiquid asset? If not, please explain.

Question 13: Are there other aspects of the current definition of illiquid asset that should be revised? If so, please explain.

(c) Classification of assets with similar characteristics

The potential classification framework would allow for IFMs to use a classification method that groups together portfolio assets that have similar characteristics, such that the IFM would not need to conduct a separate assessment for each individual portfolio asset. For example, if an IFM determined that all equity securities of publicly listed Canadian large cap companies are highly liquid assets, the IFM could classify each such security held by the fund as a highly liquid asset. However, if the IFM or portfolio adviser became aware of any information that would reasonably be expected to significantly impact the liquidity of that portfolio asset such that the liquidity of that portfolio asset would be different from the liquidity of other assets with similar

²² See section 2.4 of Regulation 81-102.

characteristics, the IFM would need to take this factor into account as part of the ongoing review of the classification of that portfolio asset.

However, the CSA notes that, even when an IFM classifies each portfolio asset based on the classification of other assets that have similar characteristics, IFMs would still need to identify the liquidity category for each portfolio asset individually and report on a confidential basis to the relevant securities regulatory authorities the liquidity classification of each portfolio asset held by the fund, as discussed further below.

The CSA does not intend to prescribe the liquidity classification category of specific asset classes or asset types as part of the potential classification framework. In the CSA's view, it is the IFM who is best equipped to assess and review the liquidity classification of each of the fund's portfolio assets.

Question 14: Do you agree that IFMs should be permitted to use a classification method that groups together portfolio assets that have similar characteristics? If not, please explain.

Question 15: Do you agree that the CSA should not prescribe the liquidity classification category of specific asset classes or asset types as part of the classification framework and should leave such classification to the IFM?

(d) Factors

The classification framework would include requiring the IFM, in classifying and reviewing the classification of a fund's portfolio assets, to consider both quantitative and qualitative factors, such as:

- Existence and nature of the market for the asset, including whether the market is active, whether the asset is listed on an exchange, and the number, diversity, and quality of market participants
- Anticipated trade size, as further discussed below
- Relative size of the fund's position in the asset, market depth and impact of large transactions, as further discussed below
- Market conditions and turnover, including the frequency of trades or quotes for the asset, average daily trading volumes and volatility of trading prices
- Bid-ask spreads
- Efficiency and effectiveness of the pricing mechanism
- Calculation certainty
- For fixed income securities, maturity and date of issue, and credit quality
- Restrictions on trading of the asset and limitations on transfer of the asset
- Political, social, and economic events and conditions

The IFM would need to classify and review the classification of a portfolio asset assuming the reasonably anticipated size of its dispositions of the asset. If the IFM does not reasonably anticipate the disposition of its entire holding in a portfolio asset, but rather, reasonably anticipates disposing only a portion of that holding, the IFM's classification and review of the classification of the portfolio asset would need to reflect the timeline expected for the disposition and settlement of that portion of the holding.

In both the initial classification and ongoing review of the classification of the fund's portfolio assets, the IFM would need to consider market depth by assessing whether the sale of portions or all of a position in an investment would be so sizable as to significantly affect the liquidity of that investment. If so, the IFM would need to take this factor into account as part of the classification and ongoing review of the classification of that investment.

As part of the classification and review process, the IFM would need to consider factors in both normal and stressed market conditions.

Question 16: Do you agree with the examples of factors included above? If not, please explain why you disagree, and if there are other factors that should be included as examples, please indicate.

Question 17: If the classification framework requires that the IFM take into account the reasonably anticipated trade size for a portfolio asset in classifying the portfolio asset, should the framework require that the entire holding of that portfolio asset be classified into a single liquidity classification category, or should it allow for different portions of that portfolio asset to be classified into multiple liquidity classification categories?

(e) Ongoing review of classifications

As indicated above, the classification framework would include requiring investment funds to review the liquidity classification of each of the fund's investments on an ongoing basis. The frequency of the review would be, at a minimum, monthly, and the ongoing review would need to be more frequent if there are changes in the aforementioned classification factors that would be reasonably expected to change the classification category of the portfolio asset.

Question 18: Do you agree with a minimum monthly frequency for the requirement to review the liquidity classification of each of the fund's investments? If not, please explain.

(f) Policies and procedures

The classification framework would include a requirement for the IFM to establish, maintain, and apply policies and procedures relating to the classification of the fund's portfolio assets into the aforementioned four categories. In addition, such policies and procedures would also need to address the ongoing review of the classification of the fund's portfolio assets, including to identify any developments or information that would reasonably be expected to significantly impact the liquidity of an investment such that the classification of that investment would need to change.

Question 19: Are there any types of investment funds that should be carved out of the liquidity classification framework or be subject to different liquidity classification requirements? Please explain.

D. Regulatory disclosure and data relating to LRM

I. Background

There have been a number of recent international developments relating to regulatory disclosure and data pertaining to LRM.

The 2022 FSB Assessment found that while many jurisdictions enhanced their regulatory reporting requirements following the publication of the 2017 FSB Recommendations, there was variance in the scope, frequency and content of periodic reporting. The FSB also found that while many jurisdictions have the ability to collect more frequent *ad hoc* supervisory information from fund managers where necessary and this data is useful during times of market stress, it is less suited to preventative monitoring for vulnerabilities. The 2022 FSB Assessment also encountered challenges in obtaining and analyzing data to support its assessment, suggesting that measuring and monitoring liquidity mismatch as well as evaluating the availability, use and effectiveness of LMTs continue to be challenging for authorities. Finally, the FSB also found that while all surveyed jurisdictions require disclosure of fund liquidity risk to investors, more could be done to enhance such disclosure.

The 2023 FSB Revised Recommendations updated two of the disclosure-related recommendations from the 2017 FSB Recommendations. Firstly, the FSB recommended that authorities enhance existing investor disclosure requirements and determine the degree to which additional disclosures should be provided by OEFs to investors regarding the availability and use of LMTs.²³ Secondly, the FSB recommended that clear decision-making processes for OEFs' use of quantity-based LMTs and other liquidity management measures, particularly in stressed market conditions, be made transparent to investors and the relevant authorities.²⁴

In addition, the 2023 IOSCO Guidance included the principle that responsible entities should publish clear disclosures of the objectives and operation, including design and use, of anti-dilution LMTs.²⁵

The 2025 IOSCO Revised Recommendations updated the earlier 2018 IOSCO recommendation relating to the disclosure of liquidity risk and the LRM process. The updated recommendation is that the responsible entity should ensure that liquidity risk and the CIS' LRM process, including the availability and use of LMTs and liquidity management measures, are effectively disclosed to investors and prospective investors.²⁶

In addition, IOSCO expanded the aforementioned anti-dilution LMT principle from the 2023 IOSCO Guidance into a new recommendation for all LMTs. The recommendation is that the responsible entity should publish clear disclosures of the objectives and operation, including design and use, of anti-dilution LMTs, quantity-based LMTs and other liquidity management measures.²⁷

Finally, in the FSSA, the IMF recommended that, in the context of the regulation and supervision of investment funds, Canadian authorities strengthen their approach to stress

²³ Recommendation 2 of 2023 FSB Revised Recommendations.

²⁴ Recommendation 7 of 2023 FSB Revised Recommendations.

²⁵ Guidance 6 of 2023 IOSCO Guidance.

²⁶ Recommendation 16 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

²⁷ Recommendation 17 of 2025 IOSCO Revised Recommendations.

testing at the level of authority-led exercises.²⁸ The IMF also recommended that sector-wide data on liquidity be collected quarterly.²⁹

II. Purpose

Both public disclosure and reporting to securities regulatory authorities about liquidity would contribute to the CSA's goal of strengthening the regulatory framework for LRM in Canada.

Public disclosure about liquidity-related matters provides investors with transparency into both the liquidity of the fund's portfolio and the fund's liquidity risk management framework. Such disclosure is important in that it enables investors to make more informed investment decisions about whether a fund is suitable for their needs and to assess a fund's liquidity and ability to manage its liquidity.

Reporting to securities regulatory authorities on liquidity-related matters enables them to effectively monitor for system-wide liquidity trends and risks, ultimately protecting both investors and participants in the investment fund industry, as well as the financial system as a whole.

III. Potential requirements

The CSA is considering establishing new requirements relating to both public disclosure and confidential reporting to securities regulatory authorities with regard to liquidity and LRM issues. The public disclosure requirements would be applicable to investment funds that are reporting issuers, while the confidential reporting requirements would be applicable to all investment funds, including those that are not reporting issuers.

Each of the potential new requirements is discussed below.

(a) Public disclosure

Annual and interim fund report

In September 2024, the CSA published for comment a series of draft amendments aimed at modernizing the continuous disclosure regime for investment funds.³⁰ As part of the draft amendments, the CSA proposed to replace the existing annual and interim management report of fund performance with a new annual and interim fund report that includes a section relating to the liquidity profile of the fund (the **Draft Fund Report**).

The liquidity profile information in the Draft Fund Report would include the following:

- a pie chart that presents the percentage of the investment fund's portfolio that can be sold for cash in certain periods of time, organized into liquidity classification categories (e.g. one day, 2 to 7 days, 8 to 30 days, 31 to 90 days, etc.)
- if the investment fund faced any material liquidity issues during the applicable period, a discussion of the fund's liquidity profile, including the fund's ability to satisfy redemptions on a timely basis

²⁸ FSSA, pg. 24.

²⁹ FSSA, pg. 25.

³⁰ CSA, "Canadian Securities Administrators Propose Amendments to Modernize Continuous Disclosure Regime for Investment Funds" (September 19, 2024), <https://www.securities-administrators.ca/news/canadian-securities-administrators-propose-amendments-to-modernize-continuous-disclosure-regime-for-investment-funds/>.

- if the investment fund did not face any material liquidity issues during the applicable period, a statement to that effect.

If the CSA were to proceed with implementing the aforementioned liquidity classification framework and including liquidity profile information in the Draft Fund Report, the liquidity classification buckets referenced in the Draft Fund Report would be replaced with the liquidity classification categories set out above in this Consultation Paper.

The CSA has reviewed stakeholder comments on the proposed liquidity disclosure for the Draft Fund Report.³¹ While some commenters supported the inclusion of the proposed liquidity disclosure, some were of the view that such disclosure should not be included in the Draft Fund Report. For example, some stakeholders noted that it may result in investor confusion, that investors in certain types of investment funds may not find it useful, and that the disclosure is as of a point in time. Some stakeholders also noted that the requirements could be burdensome and identified methodological challenges in preparing the proposed liquidity disclosure. In addition, some stakeholders noted that the CSA should consider the proposed liquidity disclosure as part of a liquidity risk management-focused CSA policy initiative.

Question 20: Should liquidity profile information be disclosed in the Draft Fund Report? Please explain and if applicable, identify the liquidity-related information that should be included in the Draft Fund Report and the format in which it should be disclosed.

Prospectus, fund facts, and ETF facts

If the CSA permits or requires the use of LMTs that are not already currently permitted or required, as discussed above, the CSA is considering requiring that the investment fund disclose in its prospectus information relating to all LMTs that may be used by the fund, including how the LMT works, the circumstances (such as thresholds) that would trigger the use of each LMT, and any parameters around the use of such LMT.

In addition, the CSA is considering requiring that funds that may use any LMT that impacts redemption prices or an investor's ability to redeem out of the fund disclose information about such LMTs in their fund facts or ETF facts, as applicable. This may require adding a new section to the fund facts and ETF facts forms.

Question 21: If the CSA permits or requires the use of LMTs that are not already currently permitted or required, should the CSA require that all information about LMTs be disclosed in a new, separate section of the prospectus relating to LMTs or in an existing section of the prospectus, such as the "Purchases, Switches and Redemptions" section of the simplified prospectus? Please explain.

Question 22: Is there any other liquidity-related information that should be disclosed in the prospectus, fund facts or ETF facts? Please explain.

³¹ CSA, Draft Regulation to amend Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure – Modernization of the Continuous Disclosure Regime for Investment Funds, <https://lautorite.gc.ca/en/professionals/regulations-and-obligations/public-consultations/topic/securities-1/finished>.

(b) Confidential reporting to securities regulatory authorities*Periodic reporting of liquidity classification of each investment held by the fund*

As discussed above, reporting to securities regulatory authorities on liquidity-related matters enables them to effectively monitor for system-wide liquidity trends and risks. In order to facilitate system-wide monitoring, the CSA is considering requiring that all investment funds, including those that are not reporting issuers, confidentially disclose to the applicable securities regulatory authority on a quarterly basis the liquidity classification category of each investment held by the fund.

Question 23: Do you agree with requiring that investment funds disclose on a confidential basis to the applicable securities regulatory authority the liquidity classification category of each investment held by the fund? Please explain.

Question 24: If the answer to question 23 is yes, do you agree with a quarterly reporting frequency? Please explain.

Question 25: Is there any other liquidity profile-related information that the CSA should require investment funds to report to securities regulatory authorities on a confidential and periodic basis? Please explain.

Question 26: Should investment funds be required to publicly disclose the liquidity classification category of each investment held by the fund and if so, what would be the appropriate frequency and timing of such disclosure? Please explain.

Question 27: Should investment funds that are not reporting issuers be subject to this periodic reporting requirement? Please explain.

Reporting on occurrence of liquidity-related events

In order to facilitate real-time monitoring of liquidity-related events in the investment fund industry and the financial system as a whole, the CSA is considering requiring that all investment funds, including those that are not reporting issuers, promptly report to the applicable securities regulatory authority when the following liquidity-related events occur:

- When the fund receives redemption requests above a certain threshold
- When the fund breaches its applicable illiquid asset restriction under Regulation 81-102
- When the fund suspends redemptions
- When the fund activates LMTs that impact the redemption price or an investor's ability to redeem out of the fund
- When the fund borrows cash or provides a security interest over any of its portfolio assets as a temporary measure to accommodate requests for the redemption of securities of the fund while the fund effects an orderly liquidation of portfolio assets

The reporting would include an explanation of how the event has impacted the fund's liquidity profile and in the case of redemption requests above a certain threshold and breaches of the illiquid asset restriction, how the fund is managing the liquidity-related event.

Question 28: Do you agree with requiring that investment funds promptly report to the applicable securities regulatory authority when the above liquidity-related events occur? Please explain.

Question 29: Are there any other liquidity-related events for which the CSA should require prompt reporting to the applicable securities regulatory authority? Please explain.

Question 30: Should the occurrence of any of the above liquidity-related events also require public disclosure beyond the current material change reporting requirements? Please explain.

Question 31: Should investment funds that are not reporting issuers be subject to these liquidity-related event reporting requirements? Please explain.

E. Conclusion

This Consultation Paper seeks comments on:

1. LMTs
2. Liquidity classification of underlying portfolio assets
3. Regulatory disclosure and data relating to LRM.

Specifically, the CSA is seeking feedback on the following questions:

1. For investment funds that are reporting issuers, is there a need for the CSA to permit the use of LMTs that are not already currently permitted? Please explain, and if applicable, identify any specific LMTs that the CSA should permit the use of.
2. For IFMs of investment funds that are reporting issuers, have there been past situations in which one of your investment funds would have benefited from being permitted to use an LMT that is not already currently permitted? If so, please explain, including an explanation for why you did not apply for exemptive relief from the applicable securities regulatory authority to use the LMT.
3. Are there any LMTs that the CSA should not permit to be used by investment funds that are reporting issuers? If so, please identify the specific LMTs and explain.
4. Should the CSA be requiring investment funds that are reporting issuers to adopt LMTs, including by requiring that such investment funds adopt a minimum number of LMTs or for example, a minimum number of price-based LMTs? Please explain, and if applicable, identify any specific LMTs that the CSA should require investment funds that are reporting issuers to adopt.
5. Should the CSA expand the circumstances in which an investment fund that is a reporting issuer can suspend redemption rights without regulatory approval beyond the circumstances set out in subsection 10.6(1) of Regulation 81-102? If so, please explain and identify the circumstances.
6. Should the CSA increase the temporary borrowing limit beyond what is currently permitted under section 2.6 of Regulation 81-102? If so, please explain and identify any potential parameters around the increased temporary borrowing limit.

7. For investment funds that are reporting issuers, are there any LMTs that are not discussed in this Consultation Paper that the CSA should consider permitting or requiring the use of? Please explain.
8. Are there any types of investment funds that are reporting issuers that should: (a) be carved out of any requirements relating to LMTs; (b) be subject to different requirements relating to LMTs; or (c) not be permitted to use any specific LMTs? Please explain.
9. Do you agree with the four classification categories? If not, please explain.
10. Do you agree with including the settlement period in the timeline set out in each of the four classification categories? If not, please explain.
11. Should any of the four classification categories be revised to distinguish between the timeline required to readily dispose of and settle an asset during normal market conditions and the timeline required to do so during stressed market conditions? If so, please explain the distinction that should be made.
12. Do you agree with the potential change to the definition of illiquid asset? If not, please explain.
13. Are there other aspects of the current definition of illiquid asset that should be revised? If so, please explain.
14. Do you agree that IFMs should be permitted to use a classification method that groups together portfolio assets that have similar characteristics? If not, please explain.
15. Do you agree that the CSA should not prescribe the liquidity classification category of specific asset classes or asset types as part of the classification framework and should leave such classification to the IFM?
16. Do you agree with the examples of factors included above under "Factors"? If not, please explain why you disagree, and if there are other factors that should be included as examples, please indicate.
17. If the classification framework requires that the IFM take into account the reasonably anticipated trade size for a portfolio asset in classifying the portfolio asset, should the framework require that the entire holding of that portfolio asset be classified into a single liquidity classification category, or should it allow for different portions of that portfolio asset to be classified into multiple liquidity classification categories?
18. Do you agree with a minimum monthly frequency for the requirement to review the liquidity classification of each of the fund's investments? If not, please explain.
19. Are there any types of investment funds that should be carved out of the liquidity classification framework or be subject to different liquidity classification requirements? Please explain.
20. Should liquidity profile information be disclosed in the Draft Fund Report? Please explain and if applicable, identify the liquidity-related information that should be included in the Draft Fund Report and the format in which it should be disclosed.

21. If the CSA permits or requires the use of LMTs that are not already currently permitted or required, should the CSA require that all information about LMTs be disclosed in a new, separate section of the prospectus relating to LMTs or in an existing section of the prospectus, such as the "Purchases, Switches and Redemptions" section of the simplified prospectus? Please explain.
22. Is there any other liquidity-related information that should be disclosed in the prospectus, fund facts or ETF facts? Please explain.
23. Do you agree with requiring that investment funds disclose on a confidential basis to the applicable securities regulatory authority the liquidity classification category of each investment held by the fund? Please explain.
24. If the answer to question 23 is yes, do you agree with a quarterly reporting frequency? Please explain.
25. Is there any other liquidity profile-related information that the CSA should require investment funds to report to securities regulatory authorities on a confidential and periodic basis? Please explain.
26. Should investment funds be required to publicly disclose the liquidity classification category of each investment held by the fund and if so, what would be the appropriate frequency and timing of such disclosure? Please explain.
27. Should investment funds that are not reporting issuers be subject to this periodic reporting requirement? Please explain.
28. Do you agree with requiring that investment funds promptly report to the applicable securities regulatory authority when the above liquidity-related events under "Confidential reporting to securities regulatory authorities" occur? Please explain.
29. Are there any other liquidity-related events for which the CSA should require prompt reporting to the applicable securities regulatory authority? Please explain.
30. Should the occurrence of any of the above liquidity-related events under "Confidential reporting to securities regulatory authorities" also require public disclosure beyond the current material change reporting requirements? Please explain.
31. Should investment funds that are not reporting issuers be subject to these liquidity-related event reporting requirements? Please explain.

REGULATION TO AMEND REGULATION 81-102 RESPECTING INVESTMENT FUNDS

Securities Act

(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (16), (26) et (34))

1. Section 1.1 of Regulation 81-102 respecting Investment Funds (chapter V-1.1, r. 39) is amended:

(1) by replacing, in the French text, the definition of “illiquid asset” by the following:

“« actif illiquide » : les actifs suivants :

a) tout actif du portefeuille qui ne peut se céder aisément dans un délai de cinq jours ouvrables sur un marché où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés, à un prix qui, à tout le moins, se rapproche du montant auquel il est valorisé pour calculer la valeur liquidative par titre du fonds d'investissement;

b) un titre de négociation restreinte détenu par le fonds d'investissement;”;

(2) by inserting, after the definition of “investment fees”, the following:

““liquidity risk management committee” means a committee that provides oversight of a liquidity risk management framework;

““liquidity risk management framework” means a system in respect of the management of liquidity risk;

““liquidity risk management supervisor” means an individual that provides oversight of a liquidity risk management framework;”;

(3) by replacing “l'actif non liquide”, in the French text of the definition of “public quotation”, by “l'actif illiquide”.

2. Section 1.2 of the Regulation is amended:

(1) by inserting, in paragraph (2) and after “scholarship plan”, “, except for Part 6.1.”;

(2) by replacing “section 2.5.1 also applies”, in paragraph (2.1), by “section 2.5.1 and Part 6.1 apply”;

(3) by inserting, in paragraph (3) and after subparagraph (b), the following:

“(b.1) Part 6.1;”.

3. The Regulation is amended by inserting, after section 6.9, the following part:

“PART 6.1 LIQUIDITY RISK MANAGEMENT

6.1.1. Liquidity Risk Management Framework

(1) An investment fund must establish and maintain a liquidity risk management framework.

(2) For the purposes of subsection (1), an investment fund must establish, maintain and apply policies and procedures in respect of all of the following matters:

- (a) compliance with this Part;
- (b) identification of the following:
 - (i) if the investment fund appoints a liquidity risk management supervisor under subsection 6.1.3(1), the position within and specified by a manager for appointment as the liquidity risk management supervisor;
 - (ii) if the investment fund establishes a liquidity risk management committee under subsection 6.1.3(1), each position within and specified by a manager for appointment as a member of the liquidity risk management committee;
- (c) any other matter relating to the management of liquidity risk of the investment fund.

6.1.2. Operational Requirements

(1) Before the filing of an initial prospectus of a newly established investment fund, a manager must ensure that the investment fund's investment objectives and investment strategies and permitted redemption frequency of the investment fund's securities align with the nature of the investment fund's expected portfolio assets and expected redemption activity of the investment fund's securities.

(2) Before the distribution for the first time of securities of a newly established investment fund for which the prospectus requirement does not apply, a manager must ensure that the investment fund's investment objectives and investment strategies and permitted redemption frequency of the investment fund's securities align with the nature of the investment fund's expected portfolio assets and expected redemption activity of the investment fund's securities.

(3) An investment fund must monitor, review and assess the investment fund's liquidity profile and relevant market conditions on an ongoing basis using qualitative and quantitative metrics and, if necessary, adjust the composition of the investment fund's portfolio assets.

(4) An investment fund must establish and maintain liquidity thresholds and targets to monitor, review and assess the investment fund's liquidity profile under subsection (3).

(5) An investment fund must conduct stress tests of the liquidity of the investment fund's portfolio assets to monitor, review and assess the investment fund's liquidity profile under subsection (3), including, for greater certainty, the application to the stress tests of historical and hypothetical scenarios that are relevant to the investment fund's liquidity profile.

(6) If market conditions are normal, an investment fund must conduct stress tests under subsection (5) at least quarterly.

(7) If market conditions are stressed, an investment fund must increase the frequency of the stress tests conducted under subsection (6) until market conditions are normal.

(8) An investment fund must assess the impact of a portfolio transaction on its liquidity profile before making a decision in respect of entering into the transaction.

(9) An investment fund must establish and maintain contingency plans that address liquidity risk, including, for greater certainty, contingency plans that include the use of liquidity risk management tools.

(10) An investment fund must periodically test contingency plans referred to in subsection (9) to ensure that, to a reasonable person, the contingency plans are suitable for the adequate management of liquidity risk.

6.1.3. Oversight

(1) An investment fund must appoint a liquidity risk management supervisor or establish a liquidity risk management committee.

(2) For the purposes of subsection (1), an investment fund that is required to appoint a liquidity risk management supervisor must appoint as the liquidity risk management supervisor one of the following:

- (a) the chief compliance officer of the manager;
- (b) an individual who reports directly to the chief compliance officer of the manager;
- (c) an individual who reports directly to the chief compliance officer of the manager in respect of liquidity risk management matters.

(3) For the purposes of subsection (1), an investment fund that is required to establish a liquidity risk management committee must appoint as a member of the liquidity risk management committee one of the following:

- (a) the chief compliance officer of the manager;
- (b) an individual who reports directly to the chief compliance officer of the manager.

(4) An investment fund must ensure that a liquidity risk management supervisor or each individual who is a member of a liquidity risk management committee, as applicable, has sufficient knowledge of the management of liquidity risk.

(5) An investment fund must ensure the following:

(a) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, approves a liquidity risk management framework referred to in subsection 6.1.1(1), periodically assesses the effectiveness of the liquidity risk management framework and, if applicable, approves any proposed updates to the liquidity risk management framework;

(b) that, before the filing of an initial prospectus referred to in subsection 6.1.2(1), a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews and approves the investment fund's investment objectives and investment strategies and the permitted redemption frequency of the investment fund's securities to ensure that the investment objectives, investment strategies and permitted redemption frequency align with the nature of the investment fund's expected portfolio assets and expected redemption activity of the investment fund's securities;

(c) that, before a distribution referred to in subsection 6.1.2(2), a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews and approves the investment fund's investment objectives and investment strategies and the permitted redemption frequency of the investment fund's securities to ensure that the investment objectives, investment strategies and permitted redemption frequency align with

the nature of the investment fund's expected portfolio assets and expected redemption activity of the investment fund's securities;

(d) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews and approves the liquidity thresholds and targets referred to in subsection 6.1.2(4), and, if applicable, approves any proposed updates to those liquidity thresholds and targets;

(e) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews the results of the stress tests referred to in subsection 6.1.2(5) and, if applicable, approves proposed actions to address those results;

(f) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews and approves the contingency plans referred to in subsection 6.1.2(9) and, if applicable, approves proposed updates to those contingency plans;

(g) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews the results of the contingency plan testing referred to in subsection 6.1.2(10) and, if applicable, approves proposed actions to address those results;

(h) that a liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, reviews a referral by a manager of a matter under subsection (6) and, if applicable, approves proposed actions to address the matter.

(6) A manager must, as soon as reasonably possible, refer for review to the liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable, a matter that would reasonably be expected to significantly impact the liquidity profile of the investment fund and provide, with the referral, information in respect of both of the following:

(a) actions taken to address the matter;

(b) whether other actions to address the matter, including obtaining approvals of the other actions, are necessary.

(7) An investment fund that is required to establish a liquidity risk management committee must ensure that the liquidity risk management committee meets to conduct the business of the committee as often as necessary and at least quarterly each consecutive 12-month period.”.

4. The Regulation is amended by replacing all occurrences of “actif non liquide” and “actifs non liquides”, in the French text of sections 2.4 and 2.6.1, by “actif illiquide” and “actifs illiquides”, respectively.

5. **Effective Date**

This Regulation comes into force on (*indicate here the date of coming into force of this Regulation*).

CHANGES TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 81-102 RESPECTING INVESTMENT FUNDS

1. Section 2.2 of *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Investment Funds* is changed by replacing all occurrences of “non liquide”, in the French text, by “illiquide”.

2. The Policy Statement is changed by inserting, after section 2.2, the following:

“2.8.1. “liquidity risk management framework”

A liquidity risk management framework should include all of the elements set out in the requirements in Part 6.1 and any other practices or mechanisms to manage liquidity risk, including, but not limited to, the disclosure of liquidity risk and liquidity risk management tools, as applicable.”.

3. Section 3.3.1 of the Policy Statement is replaced by the following:

“3.3.1. Illiquid assets

The Canadian securities regulatory authorities are of the view that illiquid assets are generally more difficult to value, for the purposes of calculating an investment fund's net asset value, than assets which are liquid. As a result, where a non-redeemable investment fund has a large proportion of its assets invested in illiquid assets, this raises concerns about the accuracy of the investment fund's net asset value and the amount of any fees calculated with reference to net asset value. Accordingly, staff of the Canadian securities regulatory authorities may raise comments or questions in the course of their reviews of the prospectuses or continuous disclosure documents of non-redeemable investment funds where such funds have a significant proportion of their assets invested in illiquid assets.”.

4. The Policy Statement is changed by inserting, after section 8.3, the following:

« PART 8.1 LIQUIDITY RISK MANAGEMENT

8.1.1. Liquidity Risk Management Framework

(1) Subsection 6.1.1(1) requires that an investment fund establish and maintain a liquidity risk management framework.

The liquidity risk management framework should take into account

- the liquidity profile of the investment fund’s assets and liabilities,
- current market conditions,
- redemption activity,
- investor behavior, and
- the unique characteristics of the investment fund.

As part of the establishment and maintenance of the liquidity risk management framework, the investment fund should consider how to obtain and assess information from various sources across different functions of the manager and portfolio adviser(s), where applicable, and consider whether new or enhanced reporting and other compliance mechanisms need to be implemented to ensure that the necessary information is being shared with relevant parties within the manager.

(2) Subsection 6.1.1(2) requires that the investment fund establish, maintain, and apply policies and procedures in respect of the management of liquidity risk. Such policies and procedures should be detailed and written.

(3) Paragraph 6.1.1(2)(c) provides that the matters to be addressed in policies and procedures relating to liquidity risk management must include any other matter relating to liquidity risk management that is not specified in paragraphs 6.1.1(2)(a) and (b). Such matters may include circumstances in which it is not possible to obtain reliable and independent valuations for portfolio assets, to the extent that this is not already addressed in the manager's policies and procedures relating to valuation.

Such matters may also include conflicts of interest between the investment fund and the manager that may arise due to liquidity issues for investment funds that are not required to have independent review committees pursuant to *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds*. For example, there may be a conflict of interest if the level of a portfolio adviser's compensation is based on the level of the portfolio's returns, as a portfolio adviser may be incentivized to invest in more illiquid assets that have the potential for higher returns relative to more liquid assets, even though the more illiquid assets may not be suitable for the investment objectives or redemption needs of the investment fund. The Canadian securities regulatory authorities remind investment funds that are required to have independent review committees pursuant to *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds* that any conflicts of interest that may arise due to liquidity issues must be addressed pursuant to the applicable requirements in *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds*. In addition, the Canadian securities regulatory authorities remind managers that sections 13.4 and 13.4.1 of *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* (chapter V-1.1, r. 10) apply to managers in respect of an investment fund that is not subject to *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds*.

8.1.2. Operational Requirements

(1) Subsections 6.1.2(1) and (2) require a manager to, for a newly established investment fund, ensure that the investment fund's investment objectives and investment strategies and permitted redemption frequency of its securities align with the nature of its expected portfolio assets and expected redemption activity of its securities.

The permitted redemption frequency of the securities of an investment fund is the dealing frequency of the investment fund. For example, mutual funds generally have daily redemptions.

The nature of an investment fund's expected portfolio assets would include the types of assets held in the portfolio and the quantity of time required to dispose of and settle those assets.

The expected redemption activity of the securities of an investment fund may depend on the types of securityholders of the investment fund. For example, the expected redemption needs of an investment fund that primarily has retail investors will likely be different from the expected redemption needs of an investment fund that primarily has institutional investors. The expected redemption activity may also depend on the type of investment fund. For example, an investment fund that is targeted at investors with a longer time horizon will typically have different expected redemption activity compared to a money market fund.

(2) Subsection 6.1.2(3) requires an investment fund to monitor, review and assess the investment fund's liquidity profile and relevant market conditions on an ongoing basis.

The Canadian securities regulatory authorities are of the view that this requirement will help ensure adequate levels of liquidity exist to meet redemption needs and

enable the early identification of the impact of market conditions on the portfolio of the investment fund.

The liquidity profile of an investment fund is the ability of the portfolio of the investment fund to be disposed of and settled quickly and easily without a significant loss in value. As part of the requirement to monitor, review and assess its liquidity profile and relevant market conditions, the Canadian securities regulatory authorities are of the view that an investment fund should regularly review the composition of its portfolio assets, including cash and short-term securities, with consideration of past redemption activity, distribution channels, investor base, fund performance, and any other special considerations, such as changing market or other economic factors. In particular, an effective assessment should incorporate the identification and monitoring of large redemptions by investors.

(3) Subsection 6.1.2(3) specifies the use of qualitative and quantitative metrics.

Examples of qualitative metrics may include

- the credit quality of underlying portfolio assets,
- investor concentration in the investment fund,
- investor profile,
- industry risk,
- geographic risk, and
- the specific terms and conditions of underlying portfolio securities.

Examples of quantitative metrics may include

- volume metrics,
- market depth,
- reasonably anticipated size of trade, and
- third party assessments of liquidity of the underlying portfolio assets.

Specifically, for fixed income funds, examples of quantitative metrics may include

- volume metrics provided by third-party trading platforms,
- broker-dealer quotes,
- volatility,
- bid-ask spreads,
- fund holdings relative to outstanding issue size, and
- other internal estimates such as market depth.

(4) Subsection 6.1.2(4) requires that an investment fund establish and maintain liquidity thresholds and targets. For example, in addition to ensuring compliance with the illiquid asset restrictions under the Regulation, an investment fund may elect to impose internal minimum and maximum limits for portfolio assets that could be convertible to cash in a certain number of days and classify those assets accordingly. Certain historical stress

data points may be directly built into establishing liquidity thresholds and/or targets of the investment fund, such as largest redemptions or largest client redemptions.

(5) Subsection 6.1.2(5) requires that an investment fund conduct stress tests of the liquidity of the investment fund's portfolio assets. Stress testing is a risk management technique used to evaluate the potential effects of changes to certain factors that impact liquidity corresponding to exceptional but plausible events on the liquidity of an investment fund's portfolio. Stress testing simulates stressed events, market conditions and liquidity events in order to understand their implications on an investment fund's ability to meet redemption requests.

(6) Subsection 6.1.2(5) requires that the stress tests include the application to the stress tests of historical and hypothetical scenarios that are relevant to the liquidity profile of the investment fund. The use of such scenarios is often referred to as scenario analysis.

Historical scenario analysis is backward-looking and is based on the use of historical statistical events to assess risk, with the objective of quantifying the impact of an event on the liquidity of an investment fund. Factors to consider for historical scenario analysis may include

- a comparison of historical cash flows with industry-wide cash flows for investment funds of similar size and strategy,
- the redemption activity of the largest investor or group of investors in the investment fund,
- general redemption activity during stress conditions with varying percentages of redemption requests, and
- historical redemption patterns.

Hypothetical scenario analysis is forward-looking and measures the potential impact of an event which has not yet occurred. Factors to consider for hypothetical scenario analysis may include

- interest rate changes,
- increased redemption requests,
- decreases in fund sales,
- changes in investors, markets, and portfolio composition, and
- the potential for counterparty default.

The Canadian securities regulatory authorities are of the view that investment funds should consider including reverse stress testing as part of the stress tests. Reverse stress testing is a risk management technique where a predetermined outcome, usually a defined failure point, is used to identify the specific circumstances or scenarios that could lead to that outcome.

(7) Subsection 6.1.2(5) requires that the stress tests involve historical and hypothetical scenarios that are relevant to the liquidity profile of the investment fund. Stress tests should cover a range of scenarios that reflect a spectrum of events and severity levels. It is the view of the Canadian securities regulatory authorities that they should be diverse and reflect material risks relevant to the investment fund, such as credit risk, reputational risk, and geopolitical risk. When designing scenarios for a stress test, a manager may consider a number of factors, such as

- a downgrade of the credit rating of an underlying portfolio asset or of the issuer of the underlying portfolio asset,
- a change in interest rates,
- a widening of bid-ask spreads,
- a change in the value of foreign currency, and
- an economic shock.

For example, it may be appropriate for an investment fund for which collateral comprises a significant proportion of its portfolio assets to conduct stress testing that also covers the collateral. This is because collateral posted by the investment fund's counterparties in derivatives and securities lending transactions may affect the liquidity of the investment fund if the counterparties are unable to meet their obligations under stressed market conditions and the investment fund has to liquidate the collateral due to the counterparties' inability to meet their outstanding obligations to the investment fund.

Depending on the nature of the investment fund, the types of assets held by the investment fund, and market conditions, the complexity of the stress tests may range from a simple sensitivity test using a single factor to complex stress tests using multiple factors.

While the stress testing scenarios used should be consistent over a period of time so that the scenarios can be compared and analyzed over time, they should also be updated regularly to reflect changes in market conditions, the composition of the portfolio, and any other conditions that may impact liquidity. Investment funds should incorporate reliable and up-to-date market information in their stress tests.

(8) As part of the stress tests required under subsection 6.1.2(5), an investment fund should consider using a "pro-rata" methodology rather than a "most liquid first" methodology in all of the scenarios used. A "pro rata" methodology would involve all investors receiving a proportional share of the portfolio assets when the assets are sold to meet redemption demands, whereas a "most liquid first" methodology would involve the manager prioritizing the liquidation of the most liquid assets first to meet redemption demands.

(9) Subsection 6.1.2(6) requires that, if market conditions are normal, an investment fund conduct stress tests at least quarterly. However, an investment fund may determine that it is necessary to conduct stress tests on a more frequent basis. This determination may be based on specific attributes of the investment fund, including

- the size of the investment fund,
- the nature of its underlying portfolio assets,
- its redemption frequency,
- its investment strategy,
- the types of investors invested in the investment fund, and
- current market conditions.

(10) Subsection 6.1.2(7) requires that, if market conditions are stressed, an investment fund increase the frequency of the stress tests until market conditions are normal. The Canadian securities regulatory authorities are of the view that during stressed market conditions, there may be unexpected or unanticipated market changes, investor behaviour, etc., which could suddenly decrease the liquidity of the portfolio of an investment fund, and therefore, there is a need for more frequent stress testing to ensure the ability of the

investment fund to satisfy redemption requests. Examples of stressed market conditions may include market-wide or economy-wide events, such as global pandemics, and events that are relevant for certain types of funds, such as significant changes in interest rates that would likely impact fixed income funds.

(11) Subsection 6.1.2(9) requires that an investment fund establish and maintain contingency plans that address liquidity risk, including, for greater certainty, contingency plans that include the use of liquidity risk management tools. Contingency plans are operational arrangements to address liquidity challenges during stressed market conditions. Liquidity risk management tools may include the suspension of redemptions, redemptions in kind, and the use of redemption fees.

8.1.3. Oversight

(1) Subsection 6.1.3(1) requires that an investment fund appoint a liquidity risk management supervisor or establish a liquidity risk management committee. In the case of an investment fund that establishes a liquidity risk management committee, the committee may be an existing committee that covers multiple areas within its mandate, one of which would be liquidity risk management.

The Canadian securities regulatory authorities recognize that it may not be appropriate for some smaller managers to establish a liquidity risk management committee due to resource limitations, and that it may be more appropriate for them to appoint a liquidity risk management supervisor instead.

(2) Subsection 6.1.3(2) sets out the individuals who can be appointed as a liquidity risk management supervisor. However, the liquidity risk management supervisor should engage with any individuals involved in decision-making relating to the purchase and sale of portfolio assets in order to obtain any necessary information or insights to better understand liquidity risks from the perspective of portfolio management. The engagement may take the form of involving such individuals as advisers to the liquidity risk management supervisor.

(3) Subsection 6.1.3(3) requires the involvement of either the chief compliance officer of the manager or an individual who reports directly to the chief compliance officer of the manager as a member of the liquidity risk management committee. The liquidity risk management committee should also either include an individual involved in decision-making relating to the purchase and sale of portfolio assets or engage with any individuals involved in decision-making relating to the purchase and sale of portfolio assets for the same reason. The engagement may take the form of involving such individuals as advisers to the liquidity risk management committee or including them in meetings on an as-needed *ad hoc* basis.

(4) Paragraphs 6.1.3(5)(a) to (h) set out specific functions of the liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee. The liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee should consult any individuals with relevant expertise or knowledge, as needed, in order to fulfill each such function. However, the Canadian securities regulatory authorities remind managers that the ultimate designated person and chief compliance officer of the manager are still responsible for the compliance of the manager with securities legislation under sections 5.1 and 5.2 of *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*.

(5) Paragraphs 6.1.3(5)(a) to (h) refer to approvals granted by the liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee, as applicable. The liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee should consult any individuals with relevant expertise or knowledge, as needed, in order for the liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee to grant approval. In addition, the liquidity risk management supervisor or liquidity risk management committee should maintain proper books and records relating to the decision-making process with regard to the approval.

(6) Subsection 6.1.3(6) references a matter that would reasonably be expected to significantly impact the liquidity profile of the investment fund. An example of such a matter is a significant redemption request.”.

6.2.2 Publication

Aucune information.