



Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

30 novembre 2021

Objectifs de la réunion d'aujourd'hui

- ❖ Au cours de l'exercice 2020-2021 et en concertation avec le Forum, le Groupe d'orientation a rédigé un plan directeur sur les composantes du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.
- ❖ La séance d'aujourd'hui vise à informer le Forum du travail accompli depuis la réunion précédente et à soumettre à son examen une version quasi définitive du volet des pénalités compris dans le plan directeur. **Le Forum devra donner son accord lors de sa réunion de février 2022.**
 - Le plan directeur a été modifié à la suite des commentaires faits jusqu'ici par les membres du Forum
 - Nous invitons les membres du Forum à transmettre à leurs institutions respectives cette présentation afin de recueillir les commentaires d'un plus grand nombre.
 - Nous restons disponibles d'ici février pour des discussions bilatérales afin d'assurer le suivi et de répondre à vos questions.
- ❖ Contenu du plan directeur :
 - Calibrage des pénalités, dont structure des coûts, et opérations visées [**à examiner et à approuver d'ici février 2022**, diapositives 14 à 25]
 - Proposition d'une période d'essai et de la structure de gouvernance du cadre [**à examiner et à approuver d'ici février 2022**, diapositives 26 à 31]
 - Vue d'ensemble du montage de la CDS et des changements de règles et de documentation envisagés pour faciliter l'instauration d'une pénalité en cas d'échec de règlement [**pour un examen préliminaire**, diapositives 32 à 35]
 - Recommandations préliminaires d'ordre général sur les pratiques exemplaires, et approche à suivre pour l'exploration d'autres améliorations possibles des opérations afin d'atténuer les frictions associées au règlement [**à titre informatif et à commenter**, diapositives 36 à 39]
- ❖ En attendant l'approbation du document d'orientation aura lieu une plus large consultation des acteurs de marché sur les composantes des pénalités applicables en cas d'échec de règlement
 - La diapositive 8 présente l'enchaînement des prochaines étapes possibles.

Ordre du jour de la réunion du 30 novembre

Table des matières

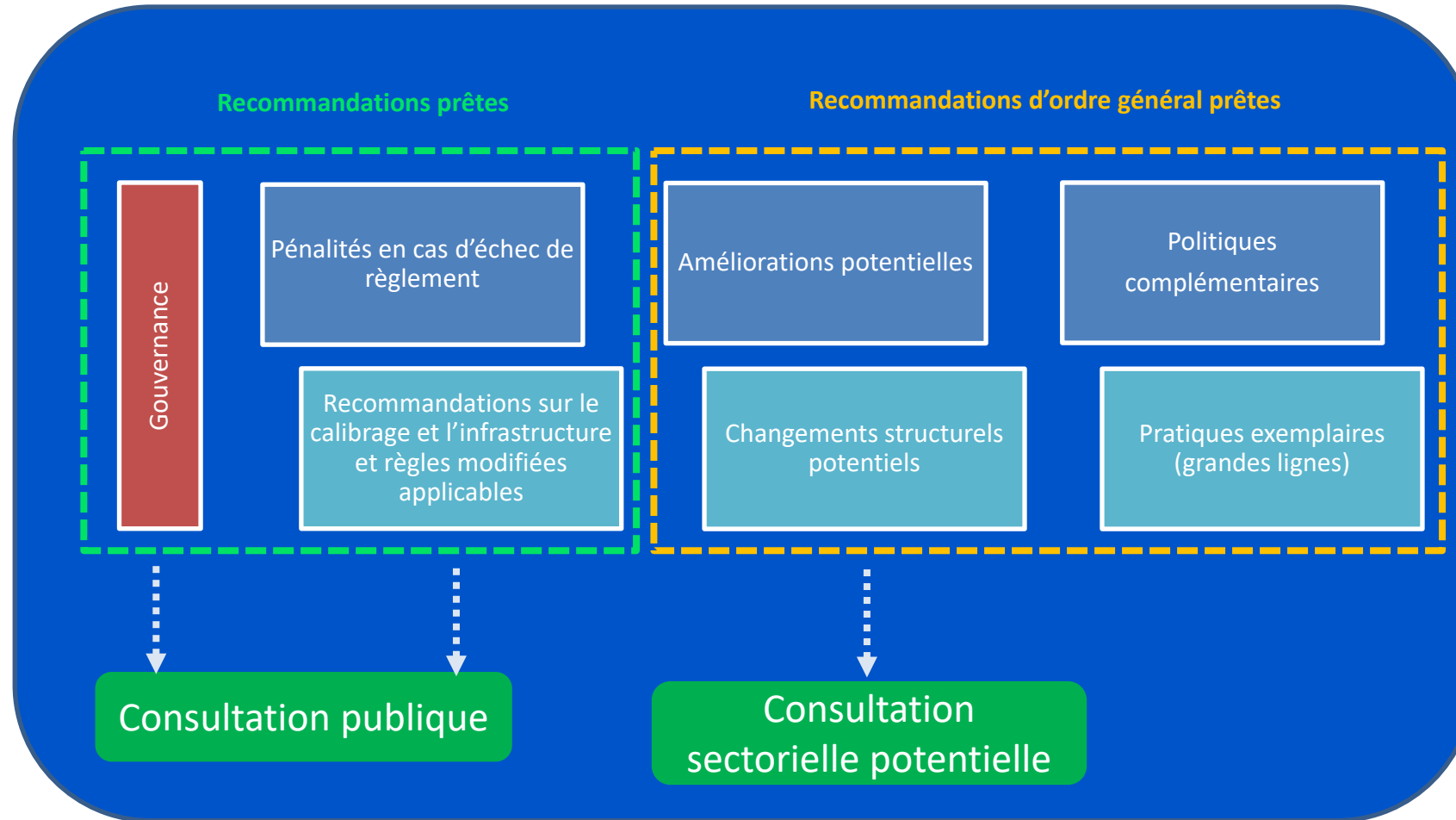
Diapositives

Ordre du jour de la réunion du 30 novembre	1. Le point sur les récents progrès a. Panorama : document d'orientation et étapes b. Suivi sur certains des volets du plan directeur	4 5 – 8 9 – 10
À examiner et pour approbation (d'ici février 2022) À examiner et pour approbation (d'ici février 2022) À examiner À examiner À titre informatif et à commenter	2. Document d'orientation sur le cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada a. Calibrage des pénalités en cas d'échec de règlement b. Période d'essai et cadre de gouvernance des pénalités c. Aperçu du montage de la CDS d. Changements de règles envisagés e. Recommandations sur les pratiques exemplaires et améliorations possibles des opérations	12 – 13 14 – 25 26 – 31 32 – 33 34 – 35 36 – 39
À titre informatif À titre informatif	3. Annexe a. Questions supplémentaires sur les pénalités b. Groupe d'orientation et contexte	40 41 – 46 47 – 48

1. Le point sur les récents progrès

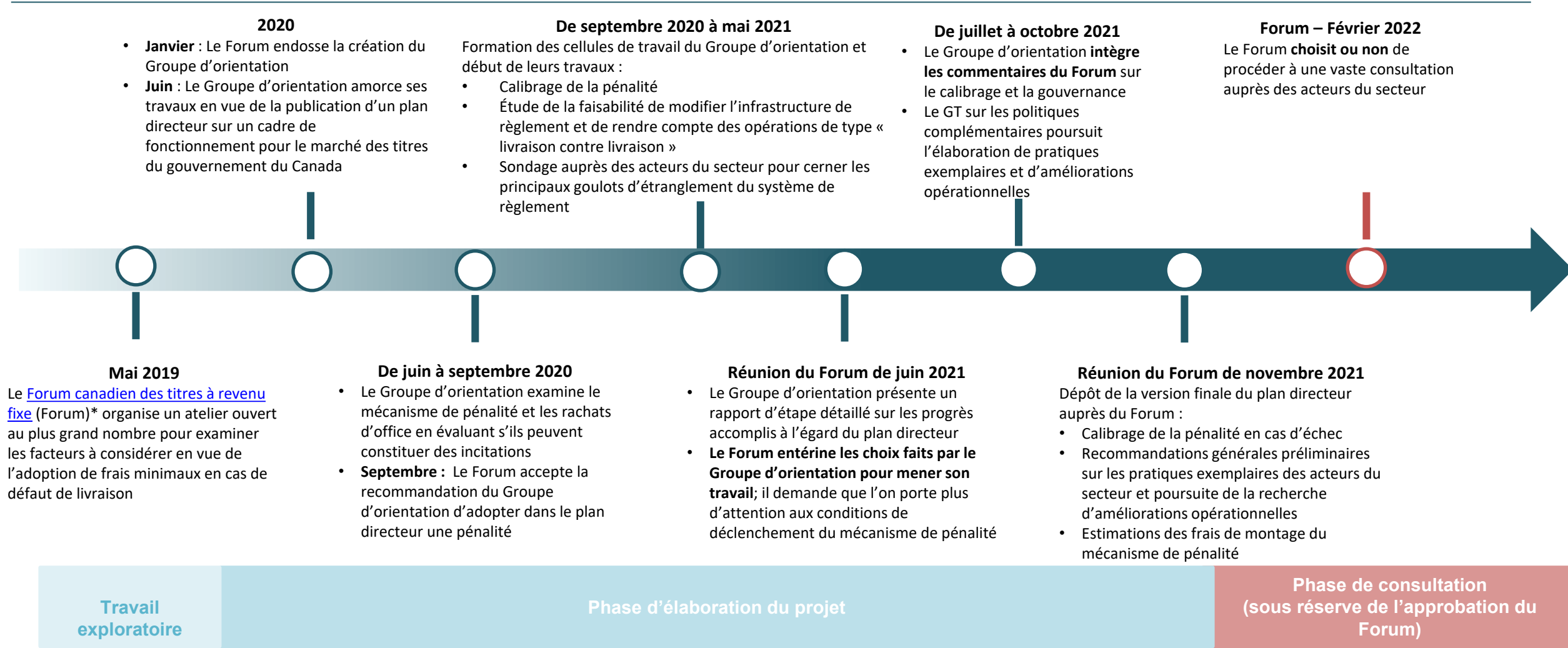
1a. Panorama : document d'orientation et grandes étapes

Objectifs : plan directeur accompagné de recommandations sur la conception et la faisabilité du cadre

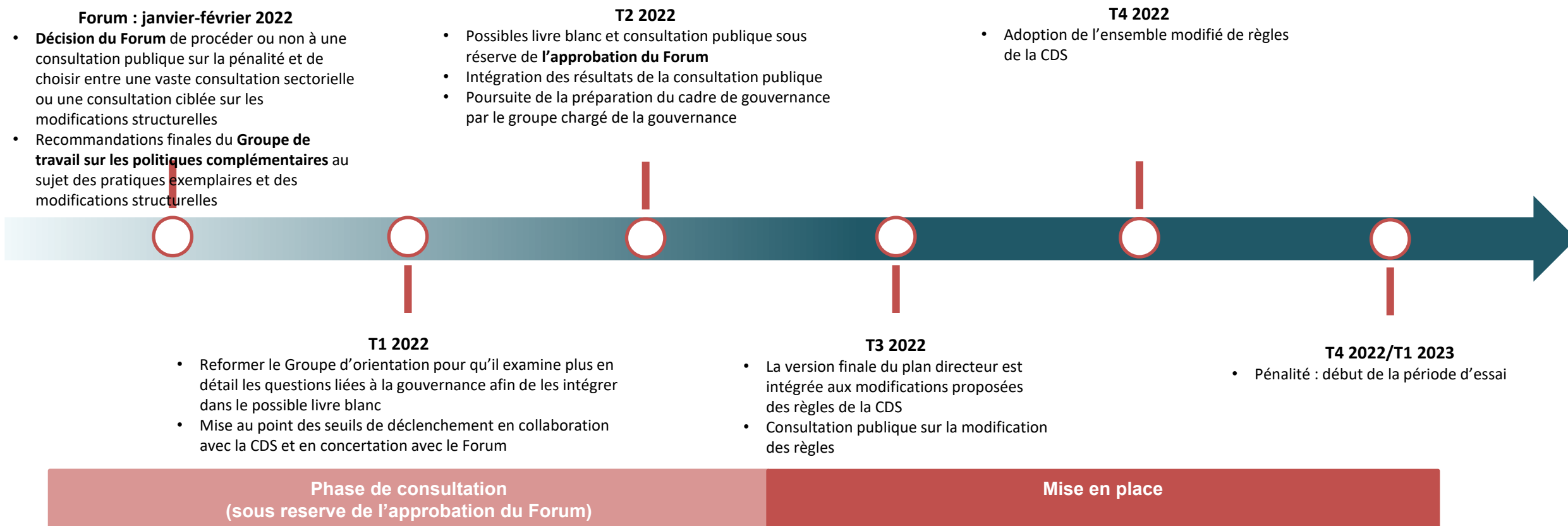


- Veuillez noter qu'une consultation potentielle sur les changements structurels n'est pas la même chose qu'une consultation sur les pénalités.

Grandes étapes 2019 - 2022









Plan: feuille de route en 2022 sous réserve de l'approbation du plan directeur par le Forum



- Devrait-on programmer une réunion spéciale du Forum en janvier pour faire le point et continuer les discussions?
- Devrait-on examiner la faisabilité d'un raccourcissement du délai précédant le rodage, au vu de la situation actuelle sur les marchés?

1b. Progrès sur les volets du plan directeur

Progrès accomplis sur les volets du plan directeur depuis la précédente réunion du Forum

Champ	Description	Lien	Diapositives
Calcul à jour de la composante dynamique	Pour simplifier le calcul des taux d'échec et des seuils de déclenchement pour la composante dynamique, utiliser un seul taux d'échec établi exclusivement à partir des données de la CDS		21 – 22
Période d'essai de la pénalité	Un examen en bonne et due forme est maintenant recommandé après une année d'échanges de paiements lors de la période d'essai		27
Cadre de gouvernance	Préconisations supplémentaires à propos du cadre de gouvernance, notamment pendant la période d'essai, et éléments de réflexion à l'attention du groupe de gouvernance		28 – 31
Infrastructure à jour de la CDS	Aperçu général de l'infrastructure de la CDS et estimation des coûts		33
Liste de règles	Liste des règles qui pourraient devoir être modifiées afin que soit mis en place l'échange de paiements liés à la pénalité		35
Politiques complémentaires – liste de recommandations générales	Liste préliminaire des changements structurels possibles et des pratiques exemplaires générales susceptibles de faire partie du cadre		37 – 39

Merci



2. Plan directeur sur le cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

Pourquoi songer à l'avance à un cadre pour le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada?

- ❖ Le taux du financement à un jour donne aux acteurs une incitation financière pour régler leurs opérations sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Cette mesure incitative perd de son attrait lorsque les taux sont bas (« prix plafond » sur les marchés de sûretés).
 - La valeur plancher du taux directeur de la Banque du Canada est à +25 pb, mais les taux négatifs ne sont pas exclus.
 - La part des investisseurs internationaux passifs a augmenté sur le marché canadien. Ces investisseurs exigent un minimum de rendement sur les fonds prêtés.
 - L'existence d'un prix plafond pourrait compromettre le bon fonctionnement du marché.
- ❖ Il est préférable d'établir et de moduler un cadre à l'avance plutôt que d'instaurer des mesures rapidement en période de tensions sur les marchés.
- ❖ Le cadre permet d'assouplir le prix plafond sur les marchés de sûretés et fournit un ensemble des politiques complémentaires pour faire face aux tensions sur les marchés des titres du gouvernement du Canada.
- ❖ Le Canada accuse du retard car, contrairement à d'autres pays et territoires, il n'a pas ce genre de cadre en place.

2a. Calibrage du mécanisme de pénalité

Objectifs pour le mécanisme de pénalité (à caractère incitatif)

- ❖ Le calibrage du mécanisme de pénalité doit faire en sorte que les incitations financières pour un règlement rapide des transactions soient rétablies dans un contexte de taux bas ou négatifs afin de maintenir le bon fonctionnement des marchés, notamment du fait de l'application de ce mécanisme à TOUS les participants.
- ❖ Le calibrage doit également tenir compte de la structure et des caractéristiques du marché canadien.
- ❖ Les recommandations concernant le plan directeur du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada portent sur les aspects suivants :

Paramétrage de la pénalité	Déclenchement de la pénalité	Gouvernance et indicateurs de réussite
<ul style="list-style-type: none">• Paramètres de la pénalité, comme le montant et le type (statique ou dynamique).• Sélection du taux de référence.• Définition des échecs et des opérations visées par le mécanisme.• Détermination et atténuation des obstacles à l'adoption généralisée.	<ul style="list-style-type: none">• Le mécanisme de pénalité est-il activé en permanence ou par intermittence?• Quelles conditions (du marché) déclenchent l'application de la pénalité (dans l'un ou l'autre des scénarios)?	<ul style="list-style-type: none">• De qui relève la gouvernance du mécanisme de pénalité?• Comment devrait-on évaluer la pénalité pour déterminer si elle atteint l'objectif visé?

Paramétrage : recommandation d'un modèle hybride

- ❖ Mécanisme hybride recommandé = pénalité minimale statique de 50 pb + composante dynamique conditionnelle (activée si certains critères sont remplis).
 - Seule la pénalité fixe de 50 pb est activée.
 - La pénalité dynamique procure une incitation totale de 150 pb pour permettre aux marchés des garanties d'opérer des compensations dans un contexte de taux d'intérêt bas ou négatifs si le taux d'échecs est élevé et persistant.

$$Pénalité_t = \begin{cases} 0,50\% & \longrightarrow \text{Pénalité statique de base} \\ \max\{1,50\% - Cible\ BdC_t, 0,50\%\} & \longrightarrow \text{Activation de la pénalité dynamique conditionnelle si le taux de 50 bps est insuffisant} \end{cases}$$

- ❖ Le calibrage repose sur les facteurs suivants :
 - La pénalité minimale tient compte du fait que les marchés ont généralement bien fonctionné ces derniers temps, tandis que la composante dynamique conditionnelle procure l'assurance d'une gouvernance gérable en amont.
 - La composante dynamique a un effet dissuasif, même quand elle n'est pas activée.
 - Un dispositif d'annulation est intégré à même la composante dynamique : quand le taux cible de la Banque du Canada est égal ou supérieur à 1 %, la pénalité retombe à 50 pb jusqu'au prochain déclenchement.
 - La formule de calcul et les critères d'activation seront transparents pour les participants du marché.

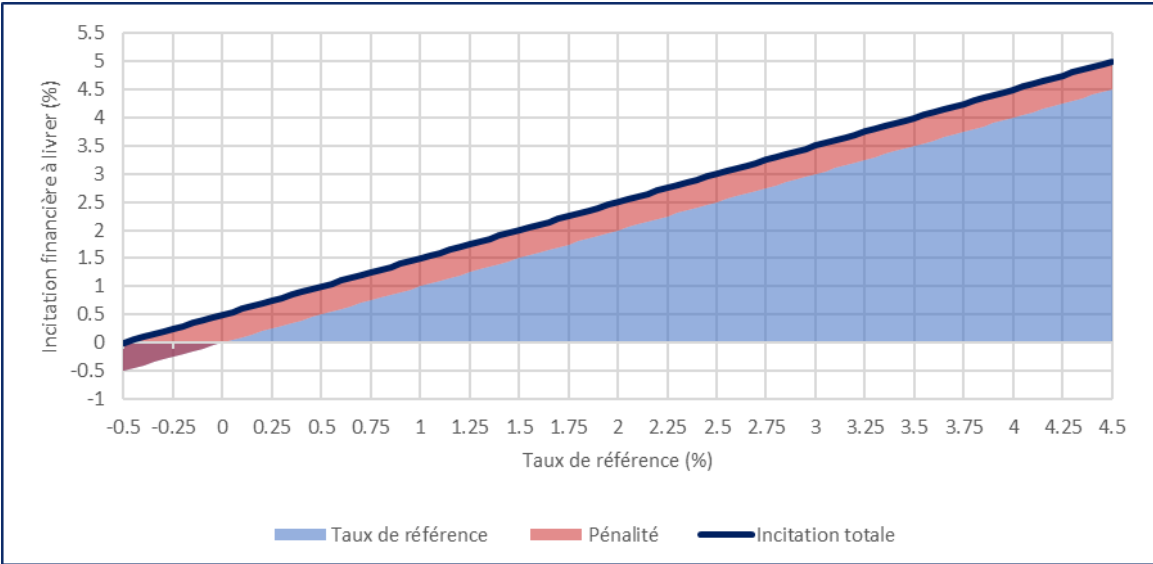
Nota : Le calibrage ci-dessus s'applique en état permanent, après une éventuelle période d'essai et une évaluation ultérieure. **Pendant la période d'essai, la pénalité serait à 25 pb, et la composante dynamique resterait inactivée** (voir aussi la diapositive 27)

Incitations au règlement procurées par le modèle hybride

Nota :

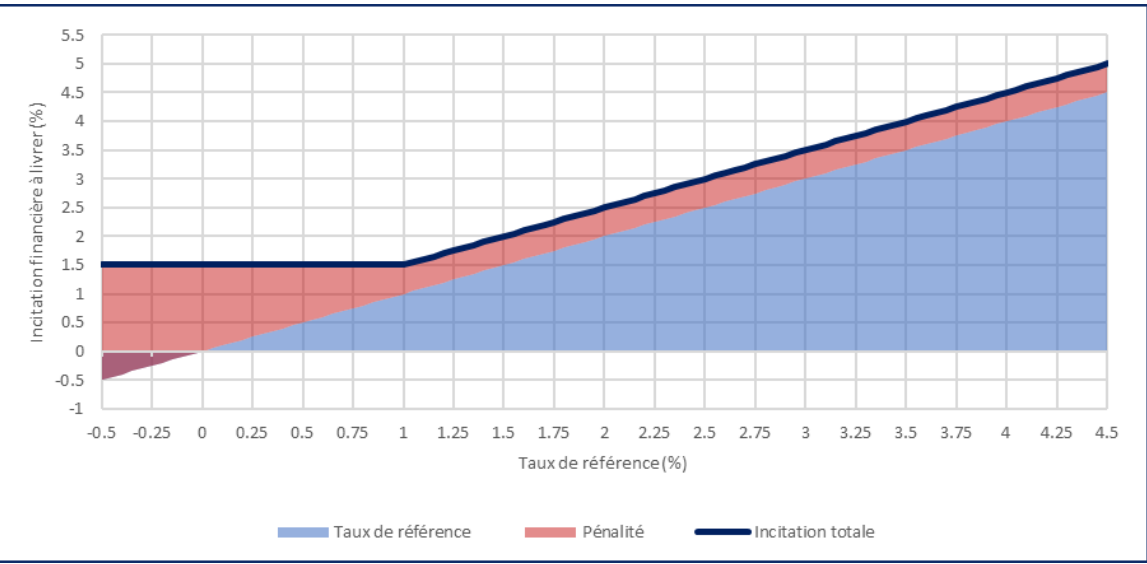
- La pénalité est un montant imputé aux participants en défaut;
- l'incitation financière totale à opérer le règlement a deux volets (la pénalité en cas d'échec + le taux du financement à un jour)

A. Pénalité de base de 50 pb



Pénalité fixe de 50 pb, indépendamment de la valeur du taux de référence

B. Composante dynamique conditionnelle



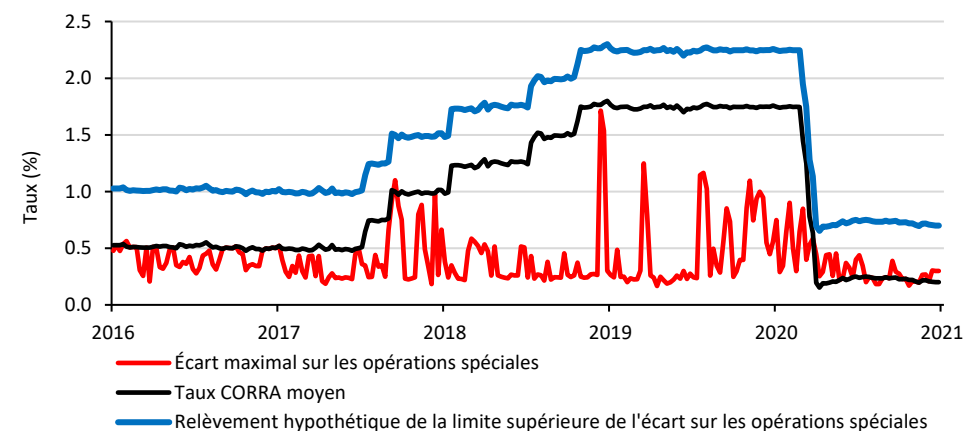
Quand la composante dynamique est activée, la pénalité augmente pour maintenir une incitation totale de 150 pb si le taux de référence glisse en deçà de 1 %

Pourquoi le paramétrage du mécanisme de pénalité est-il approprié?

- ❖ Une analyse des écarts sur les opérations spéciales conjuguée à l'absence de défauts importants et persistants donne à penser qu'une **pénalité statique de 50 pb** est appropriée dans un contexte comme celui qui prévaut depuis 2016.
- ❖ Pour permettre la compensation des opérations sur les marchés des garanties alors que les taux sont bas ou négatifs, ou en cas de choc entraînant des défauts importants et persistants, la **pénalité dynamique de 150 pb** procurerait des incitations supplémentaires, au besoin.
 - Un taux de 150 pb reflète le taux maximal observé ces derniers temps pour des titres spéciaux négociés sur le marché des titres du gouvernement du Canada.
- ❖ Globalement, cette approche *de minimis* qui incite au règlement (grâce à la composante dynamique conditionnelle) tout en présentant une gouvernance gérable en amont est jugée la mieux adaptée au contexte canadien.

Écart hebdomadaire maximal sur les opérations spéciales par rapport au taux CORRA

L'univers de transactions inclut le volume non tronquée d'opérations CORRA et les opérations à jour lendemain



Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 31 décembre 2020

Calcul de la pénalité

$$\text{Montant de la pénalité} = \frac{1}{365} * \text{taux} * P$$

$$\text{taux} = \begin{cases} 0.50\% \\ \max\{1,5\% - \text{CibleBdC}_t, 0,50\%\} \end{cases}$$

→ Pénalité statique de base
→ Pénalité dynamique conditionnelle

P = somme payable par la partie non défaillante (dans une transaction livraison contre paiement)

Autres facteurs

- Le montant de la pénalité serait calculée quotidiennement mais seul un montant net serait versé chaque mois.
- Des sommes seraient transférées uniquement si les montants totaux entre les parties dépassaient un seuil à déterminer.

Critères d’activation de la composante dynamique

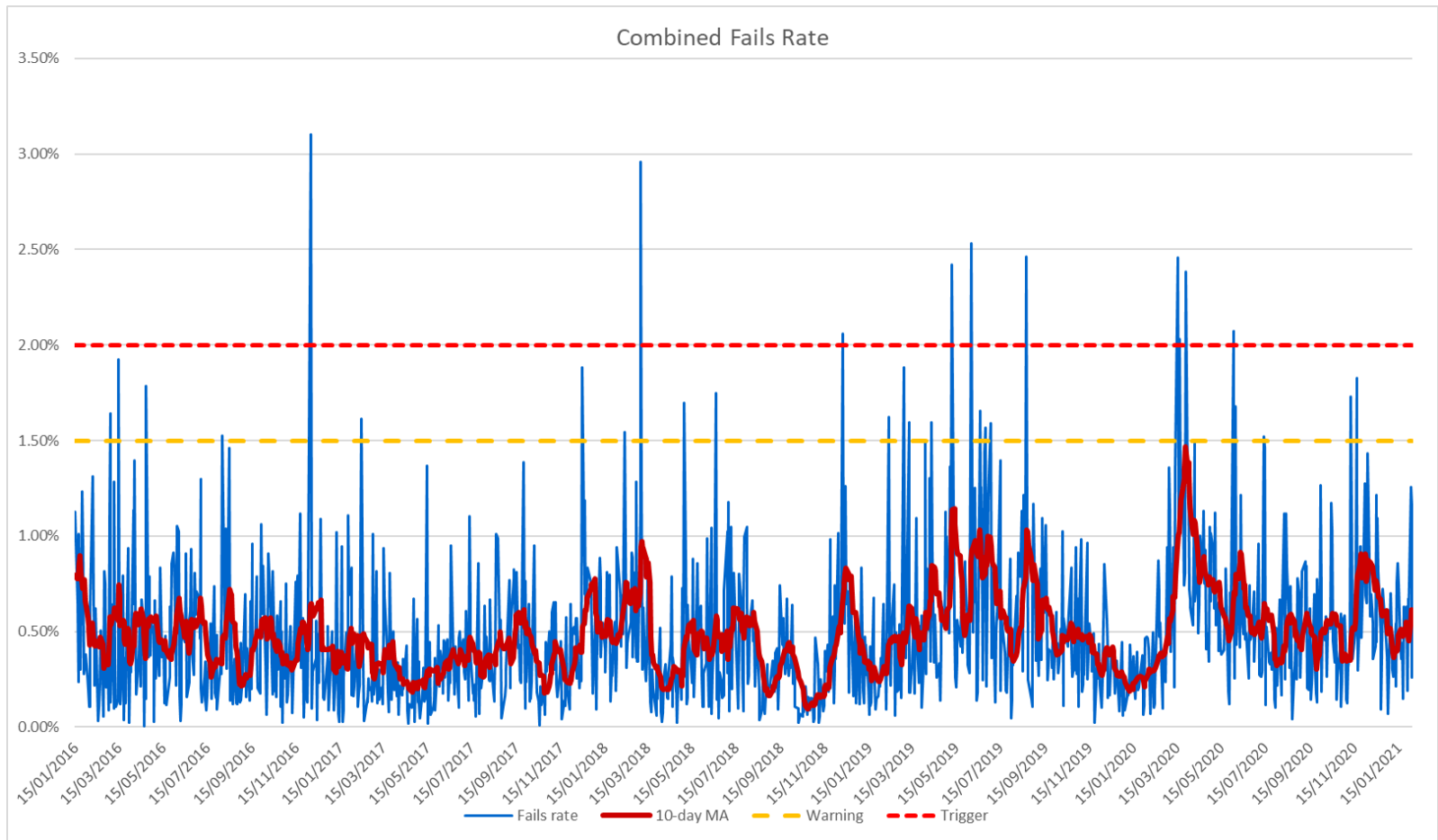
- ❖ La composante dynamique apporte une incitation au règlement de 150 pb dans les cas où la pénalité de-minimis de 50 pb ne suffit pas.
 - La composante dynamique ne devrait être activée que si le marché des titres du gouvernement du Canada connaît des pressions importantes et soutenues pouvant induire des défauts de règlement.
- ❖ Pour tenir compte de la pression soutenue, le seuil de déclenchement est calculé à partir de la moyenne mobile sur dix jours du taux d’échec des opérations au comptant et du taux d’échec des opérations de pension, plutôt que sur les taux d’échec d’une seule journée de transactions.
- ❖ Un seuil d’avertissement sera d’abord franchi avant que le seuil de déclenchement ne soit atteint.
 - La Banque du Canada, pour le compte du groupe de gouvernance chargé de la gestion du cadre, informera les participants par des avis aux marchés ou dans le réseau Bloomberg si la moyenne mobile sur 10 jours du taux d’échec franchit le seuil d’avertissement.
 - Le seuil d’avertissement permet aux marchés de s’auto-réguler (pour qu’il ne soit pas nécessaire d’activer la composante dynamique). Par souci de transparence, la CDS publiera les taux d’échec sur son site Web ou dans le réseau Bloomberg.
- ❖ Les seuils définitifs de déclenchement et d’avertissement seront calibrés à partir des taux d’échec publiés par la CDS et des données sur les règlements.

Caractéristique	Critère basé sur les taux d’échec conjugués des opérations de pension et des opérations au comptant
Avertissement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d’échec \geq seuil d’avertissement
Déclenchement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d’échec \geq seuil de déclenchement

Méthode de calcul simplifiée du seuil de déclenchement de la composante dynamique

- ❖ Une version précédente du calibrage faisait reposer les seuils de la composante dynamique sur des taux d'échec de règlement distincts pour les opérations au comptant et les opérations de pension.
- ❖ Dans le but d'uniformiser le mode de calcul des taux d'échec et pour simplifier le calcul du seuil de déclenchement, nous proposons les changements suivants :
 - Calculer les seuils à partir d'un seul taux d'échec valable pour les opérations au comptant et les opérations de pension
 - Au numérateur, pour le taux d'échec, amalgamer les échecs de règlement des opérations au comptant et des opérations de pension (donnée provenant de la CDS)
 - Au dénominateur, pour le taux d'échec, remplacer les chiffres sur les volumes de règlement provenant du SEROM par ceux de la CDS
- ❖ Changer le mode de calcul et les seuils associés n'entraîne pas de changement dans l'idée-maîtresse qui gouverne la méthodologie ni dans les résultats :
 - Le seuil de déclenchement : il est fixé autour des pics quotidiens des taux d'échec
 - Le seuil d'avertissement : il est fixé de manière à éviter de fausses alertes et à permettre à la discipline de marché de jouer son rôle
- ❖ Les seuils définitifs seraient établis en collaboration avec la CDS et en concertation avec le Forum

Illustration : taux d'échec et seuils associés à la composante dynamique



- ❖ Nota : Ce calibrage est fourni à titre purement indicatif.
 - Le taux d'échec n'intègre pas les échecs passés et reste fondé sur les volumes de règlement de SEROM2.
- ❖ Les données de la CDS sur les volumes de règlement peuvent un peu modifier les seuils définitifs.
- ❖ Méthode :
 - Le seuil d'activation de la dynamique composante est fixé près des pics quotidiens, à environ quatre fois le taux d'échec moyen pour toute la période couverte.
 - Le seuil d'avertissement est fixé à environ le triple du taux d'échec quotidien moyen pour toute la période couverte
- ❖ Pour la période 2016-2021, **la moyenne mobile sur 10 jours n'aurait pas dépassé le seuil d'activation** de la dynamique composante.

Caractéristique	Critère basé sur les taux d'échec conjugués des opérations de pension et des opérations au comptant
Avertissement	Ex., moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec $\geq 1,5\%$
Activation	Ex., moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec $\geq 2\%$



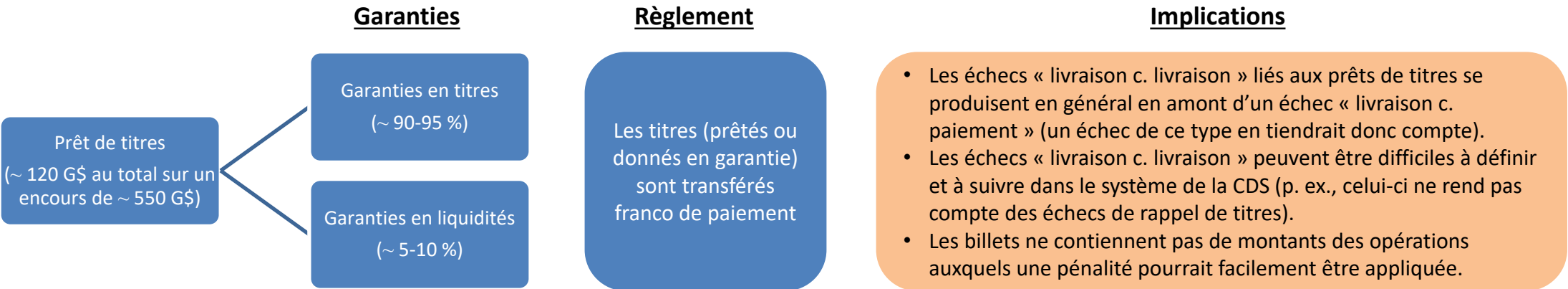
Pénalité : opérations visées

- S'apparente beaucoup à la méthode américaine
- Aucune pénalité ne devrait être appliquée quand d'autres règles (p. ex., celles d'une bourse ou d'une chambre de compensation) prévoient déjà des pénalités pour non-livraison d'un titre du gouvernement du Canada
- Lorsqu'un système de suivi centralisé des échecs de règlement n'existe pas ou qu'il est impossible d'imputer des pénalités par l'intermédiaire de la CDS, les conventions de prêt de titres existantes permettent aux contreparties lésées de réclamer directement auprès de la partie défaillante une pénalité.

Grande catégorie	Types d'instruments et d'opérations	Visés?	Remarques
Livraison contre paiement	Bons, obligations à rendement nominal, obligations à rendement réel, coupons détachés (opérations au comptant et de pension)	Oui	Suivi centralisé par la CDS
	Autres?	Non	Pour éviter de dépasser le mandat du Groupe d'orientation, seuls les titres du gouvernement du Canada sont visés pour le moment.
Livraison contre livraison, franco de paiement, nantissement	Marché de prêt de titres (défaut de livraison de titres du gouvernement du Canada)	Oui*	*Réclamation bilatérale; le suivi centralisé des échecs serait difficile.
	Options, contrats à terme (remise physique d'un titre du gouvernement du Canada)	Oui*	*Réclamation bilatérale; le suivi centralisé des échecs serait difficile. S'applique seulement au défaut de livraison de l'actif sous-jacent lorsqu'il y a livraison physique.

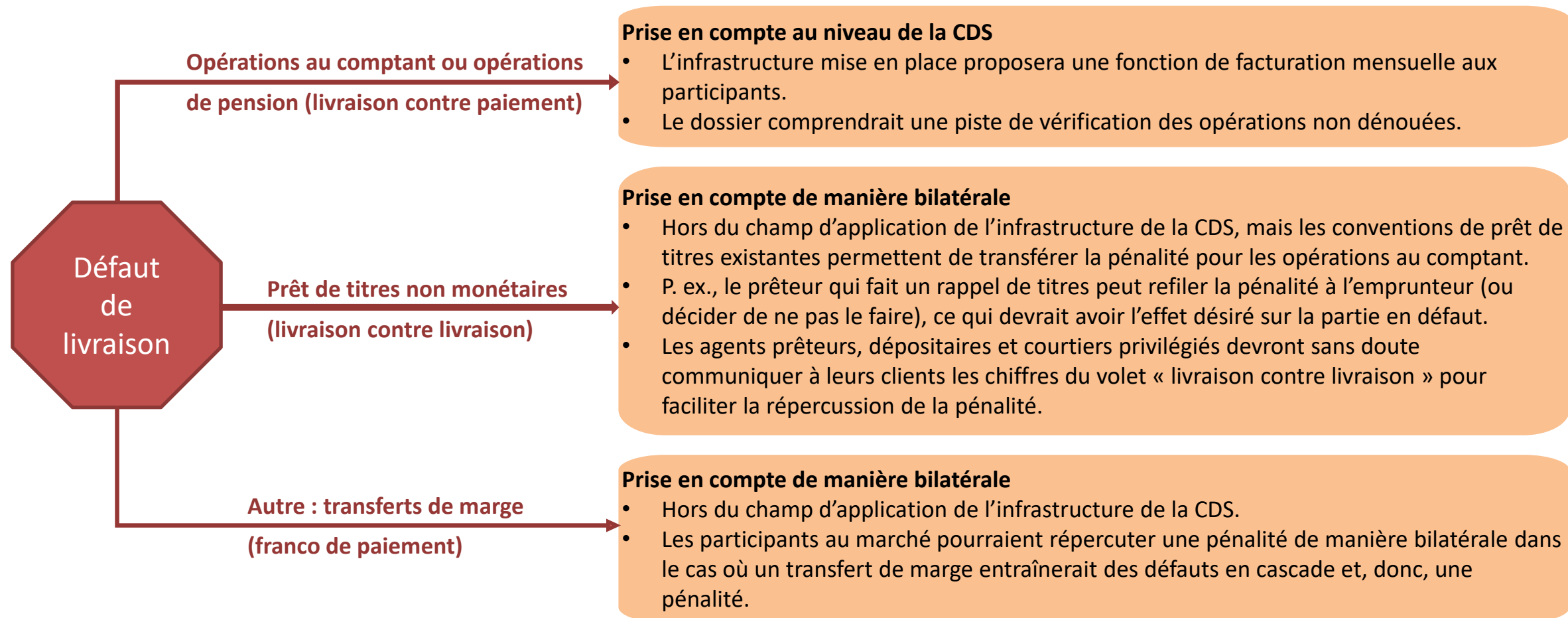
Définition des échecs : les règlements « livraison c. livraison » posent des difficultés particulières

- ❖ Le marché des prêts de titres du gouvernement du Canada est vaste, ces prêts avoisinant 120 milliards de dollars en tout temps.
 - À titre de comparaison : la moyenne des volumes d’opérations quotidiennes (SEROM 2.0, net) se situe entre 10 et 20 milliards de dollars pour le marché au comptant, et entre 20 et 40 milliards de dollars pour le marché des pensions.
 - Au Canada, les prêts de titres sont majoritairement adossés à des garanties en titres et non en liquidités (comme aux États-Unis), et pour cette raison, il est difficile d’en rendre compte dans le cadre du processus de règlement standard de la CDS.
 - Contrairement aux marchés au comptant et des pensions, il n’est pas courant de prêter un titre qu’on n’a pas déjà en sa possession, ce qui réduit l’incidence des échecs de règlement.



- ❖ Une infrastructure permettant d’effectuer un suivi centralisé des échecs de type « livraison contre livraison » serait difficile à mettre en œuvre et dépasse la portée de la présente recommandation.

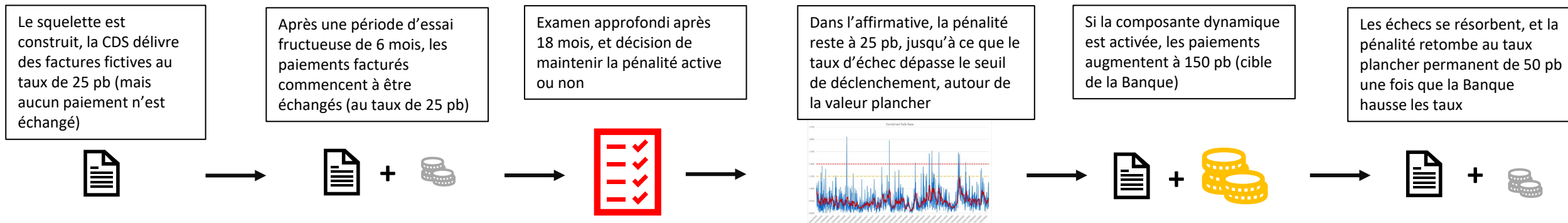
Recommandation sur la façon de rendre compte de différents types d'opérations ou de règlements et de garantir des règles du jeu équitables



2b. Période d'essai du mécanisme de pénalité et gouvernance

Période d'essai et transition envisagée vers le régime permanent

- ❖ Le mécanisme de pénalité devrait faire l'objet d'une période d'essai et d'un examen approfondi avant que soit prise la décision de le maintenir de façon permanente.
 - En gros, une formule « essayez avant d'acheter » avec une politique de retour.
- ❖ Caractéristiques de la période d'essai :
 - Pour réduire au minimum les perturbations, la pénalité est fixée à 25 pb, et **la composante dynamique demeure inactive**.
 - Pendant les 6 premiers mois, la CDS envoie des factures au taux de 25 pb, mais aucun paiement de pénalité n'est échangé entre les participants au marché.
 - Après 6 mois de suivi et de résolution des éventuels problèmes, **l'échange de paiements entre en vigueur pour 12 mois au taux de 25 pb**.
 - Après une autre période de 12 mois, un nouvel examen est effectué pour évaluer comment le marché s'est ajusté, et s'il y a lieu de maintenir la pénalité.
- ❖ Dans l'affirmative, la pénalité demeure à 25 pb jusqu'à ce que la composante dynamique soit déclenchée pour la première fois.
 - Après la désactivation de la composante dynamique, le taux plancher permanent est fixé à 50 pb, conformément au calibrage du régime permanent.



Gouvernance du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

Les considérations générales de gouvernance ci-dessous (présentées sous forme de questions-réponses) pourraient être approfondies si le Forum approuve le plan directeur et avant la tenue de consultations élargies avec le marché.

- ❖ Qui assume la responsabilité de la gouvernance du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada et de ses composantes (y compris les « pratiques exemplaires »)?
 - La responsabilité globale incombe au Forum, mais un groupe de gouvernance distinct serait établi.

- ❖ Quelle est la relation entre le groupe de gouvernance et le Forum? Le Forum lui délègue-t-il le pouvoir de faire un suivi et d'apporter des changements, au besoin?
 - Le cadre de la pénalité en cas d'échec de règlement aurait du « mordant » du fait qu'il serait enchâssé dans les règles de la CDS, ce qui nécessiterait l'approbation des ACVM et de la Banque du Canada.
 - Le groupe de gouvernance soumettrait ses recommandations au Forum pour approbation. Si certaines recommandations nécessitent une modification des règles, l'approbation des organismes de réglementation pourrait être nécessaire (dans la mesure du possible, le mécanisme de déclenchement de la composante dynamique devrait être fixe).
 - Les modifications et les décisions importantes bénéficieraient de consultations avec le secteur.

- ❖ Quelles sont les responsabilités du groupe de gouvernance?
 - Surveiller les cas d'échec, effectuer un examen complet de l'efficacité du cadre, et recommander des changements.
 - Ce mandat sera particulièrement important durant la période d'essai.
 - Formuler une recommandation quant au maintien de l'échange des paiements de pénalité à l'issue de la période d'essai.
 - Ternir à jour les pratiques exemplaires et la documentation.
 - Fournir des mises à jour régulières au Forum.

Questions et réponses sur la gouvernance du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

- ❖ Qui préside le groupe de gouvernance, qui en sont les membres et comment sont-ils nommés?
 - Avant les consultations publiques, le Groupe d’orientation pourrait faire office de groupe de gouvernance.
 - Le Forum nommerait deux coprésidents pour un mandat de deux ans; la Banque du Canada et la CDS seraient des membres permanents.
 - La Banque pourrait coprésider le groupe durant le premier mandat, aux côtés d’un participant du marché.
 - Le Forum approuverait la composition du groupe, et les nominations seraient laissées à la discrétion des coprésidents.
 - Les autres membres et observateurs seraient diverses parties prenantes, notamment des acteurs du côté vendeur et du côté acheteur (avec et sans effet de levier), des dépositaires, des agents prêteurs, des courtiers privilégiés, des conseillers juridiques, des représentants des ACVM et des associations sectorielles.
 - Il y aurait environ 10 membres, possiblement plus durant la période d’essai, et moins à terme.
 - Combinaison d’expertises (courtiers, spécialistes du règlement, etc.).
- ❖ Comment se prendront les décisions au sein du groupe (par consensus, par vote)? Les présidents auront-ils un droit de veto? Y aura-t-il un procès-verbal des réunions? Qui assumera les fonctions de secrétariat?
 - Ces questions seront tranchées plus tard dans le cadre du mandat, en consultation avec le Forum et les coprésidents du groupe de gouvernance.

Questions et réponses : composante dynamique

- ❖ Qu'arrive-t-il quand le seuil d'avertissement est dépassé?
 - Le groupe de gouvernance est avisé; un cycle de surveillance de quatre semaines commence.
 - La Banque du Canada, au nom du groupe de gouvernance, avertit les participants de l'activation imminente possible de la composante dynamique.
 - Les infrastructures de marché (au minimum la CDS) sont aussi informées.

- ❖ Qu'arrive-t-il si le seuil de déclenchement est ensuite dépassé?
 - Les participants sont informés de l'activation de la composante dynamique et de sa date d'effet.

- ❖ Qu'arrive-t-il si le taux d'échec descend en dessous du seuil d'avertissement, et que le seuil de déclenchement n'est pas dépassé?
 - L'avertissement est révoqué au bout du cycle de quatre semaines, et les participants sont avisés.

- ❖ Qu'arrive-t-il si le taux d'échec ne descend pas, mais que le seuil de déclenchement n'est pas dépassé?
 - L'avertissement est renouvelé au bout de quatre semaines, et la question est examinée de plus près par le groupe de gouvernance.

Considérations pour le groupe de gouvernance, avant et durant la période d'essai

- ❖ Au départ, le groupe de gouvernance devra se réunir fréquemment (possiblement chaque mois) pour examiner le fonctionnement des pénalités en cas d'échec. Une fois le mécanisme bien rodé, les réunions pourraient se faire chaque trimestre.
- ❖ Durant la période d'essai, le groupe de gouvernance pourrait solliciter l'avis des participants et fournir des mises à jour régulières au Forum, pour ensuite formuler une recommandation sur le maintien de l'échange de paiements. Le groupe surveillerait globalement les critères suivants :
 - Problèmes opérationnels, transitoires ou persistants
 - Transmission adéquate de la pénalité au-delà des participants directs de la CDS
 - Effets sur le fonctionnement du marché, la participation et la liquidité
 - Effet sur les taux d'échec et les opérations spéciales
- ❖ Si l'échange de paiements se poursuit après la période d'essai, le groupe de gouvernance pourrait :
 - effectuer des examens périodiques du cadre, à intervalles réduits en cas de changement majeur (activation de la composante dynamique, hausse persistante du taux d'échec sans atteinte du seuil de déclenchement, etc.);
 - réaliser des examens ponctuels et recommander des changements (par exemple s'ils sont rendus nécessaires par l'évolution du marché, y compris des changements majeurs à l'infrastructure ou au processus de règlement);
 - s'assurer que les paramètres de la pénalité demeurent appropriés.



2c. Aperçu d'un mécanisme de la CDS

Aperçu de la mise en place d'un mécanisme de pénalité de la CDS

- ❖ La CDS s'occuperait des tâches suivantes (voir le document d'accompagnement) :
 - Sur une base quotidienne :
 - Consigner l'information sur les échecs « livraison contre paiement » pour tous les titres désignés
 - Diffuser les taux d'échec
 - Sur une base mensuelle :
 - Regrouper l'information pour créer une piste de vérification de toutes les opérations non dénouées
 - Structurer la piste de vérification ordiolingue en ventilant l'information par participant, date, rôle (livreur ou destinataire), y compris les détails des comptes des participants dont dispose la CDS et la pénalité exigible pour chaque opération
 - La piste de vérification permet aux dépositaires, aux agents prêteurs et aux courtiers privilégiés de transmettre la pénalité de la CDS et de l'attribuer à leurs clients
 - Additionner les montants dus et exigibles qui figurent dans cette piste de vérification et passer les écritures nécessaires dans les livres de caisse de toutes les parties concernées
- ❖ Les estimations préliminaires des coûts initiaux et des frais de la CDS semblent indiquer que le **coût annuel par participant** ne serait pas excessif :
 - Coût annuel durant les 5 premières années (période d'amortissement de la mise en place) : environ 3 780 \$ (plus les coûts au prorata pour la diffusion des taux d'échec par Bloomberg)
 - Coût annuel après la période d'amortissement : environ 1 890 \$ (plus les coûts au prorata pour la diffusion des taux d'échec par Bloomberg)
 - Tous les participants à la CDS (IDUC) qui négocient des titres du gouvernement du Canada seraient assujettis au régime.
- ❖ Il reviendra aux agents prêteurs, aux dépositaires et aux courtiers privilégiés de déterminer le mode de transmission des pénalités.

2d. Changements possibles aux règles

Changements aux règles et à la documentation

- ❖ Le tableau ci-dessous recense les règles et la documentation qui pourraient devoir être actualisées pour établir l'échange des paiements de la pénalité.

Règles/documentation	Changements requis?		
	Oui	Non	Notes
Règles et procédures de la CDS	X		
Règles des ACVM			À déterminer – en attente de la rétroaction des ACVM
Règle 2800 de l'OCRCVM			À déterminer – en attente de la rétroaction de l'OCRCVM
Modalités et conditions des négociants principaux de titres du gouvernement du Canada		Peu probable	
Convention GMRA/Amendement concernant les risques de marché		X	La documentation existante devrait être compatible avec le régime.
Conventions/contrats-cadres de prêt de titres		X	La documentation existante devrait être compatible avec le régime.
Conditions des programmes de la Banque du Canada (p. ex., Programme d'opérations de cession en pension de titres)	X		
Contrats de garde		Peu probable	La documentation existante devrait être compatible avec le régime.

2e. Recommandations préliminaires de pratiques exemplaires et améliorations opérationnelles possibles

Pratiques exemplaires : démarche pour concrétiser les recommandations

- ❖ Dans l'ensemble, les processus de règlement au Canada sont efficaces, d'après les taux d'échecs observés sur les titres du gouvernement du Canada et les discussions avec les participants au marché. Par conséquent, la priorité du Groupe de travail sur les politiques complémentaires a été d'évaluer les « pratiques exemplaires » recommandées par les participants.
- ❖ Le Groupe mettra la touche finale à ses recommandations générales de pratiques dans un avenir proche, et pourrait étoffer et préciser ses recommandations, puis sollicitera au début 2022 des commentaires de la part d'un vaste éventail de participants.
- ❖ Le Groupe continue également son travail pour étudier plus en profondeur les améliorations opérationnelles possibles, notamment :
 - l'établissement de communications préalables à l'échec par l'intermédiaire des systèmes de règlement et de compensation;
 - la réduction des interventions manuelles dans le processus de règlement;
 - l'élargissement des délais de règlement durant les périodes de fort volume.

Recommandations générales préliminaires de pratiques exemplaires

- ❖ Les participants au marché devraient éviter les stratégies qui créent ou aggravent les échecs de règlement. Ils devraient notamment éviter de :
 - conclure des conventions de rachat avec l'intention de faire défaut à l'initiation réglée le jour même dans le but de spéculer sur la hausse des taux des opérations de pension;
 - retenir des livraisons pour amener une contrepartie à faire défaut sur une livraison plus importante afin de « fabriquer » un paiement de pénalité.

- ❖ Pour promouvoir l'efficacité de la compensation et réduire les échecs de règlement, les participants devraient éviter de retenir les livraisons jusqu'au dernier moment avant l'heure limite. De plus, ils sont encouragés à suivre les pratiques exemplaires suivantes :
 - Les renseignements importants sur les opérations devraient être fournis aux contreparties longtemps avant les heures limites, de sorte que ces dernières puissent effectuer la livraison des titres en temps utile.
 - Les participants devraient communiquer et signaler rapidement les échecs potentiels.
 - Les titres à recevoir qui doivent être livrés à d'autres contreparties devraient être transmis rapidement pour réduire les échecs et favoriser le règlement et la compensation sur le marché.
 - Les contreparties devraient être informées de la disponibilité du crédit et des expositions, et gérer les risques en conséquence. Le personnel de la salle des marchés et du service de post-marché devrait s'assurer que les systèmes et infrastructures de crédit internes offrent un degré approprié de transparence et de communication à l'égard des problèmes de crédit susceptibles de contribuer aux échecs.

Recommandations générales préliminaires de pratiques exemplaires (suite)

- ❖ Les annulations et corrections d'opérations devraient être rares, et se produire seulement en cas d'erreurs, opérationnelles ou autres, commises de bonne foi.
 - Dans la mesure du possible, les participants sont encouragés à réduire les interventions manuelles dans le processus de règlement.

- ❖ Les participants au marché devraient s'attaquer de façon diligente aux causes des échecs de règlement persistants.
 - Les pratiques à l'origine des échecs de règlement devraient être examinées de près par la direction, le personnel chargé du règlement et le service de la conformité.

- ❖ Les participants au marché sont encouragés à examiner leurs protocoles de règlement et à améliorer leurs processus opérationnels en misant davantage sur les aspects suivants, s'il y a lieu :
 - Automatisation
 - Amélioration de la communication
 - Simplification des processus opérationnels



3. Annexe

3a. Questions et réponses complémentaires sur la pénalité en cas d'échec de règlement

Questions et réponses : pénalité en cas d'échec de règlement

- ❖ Pourquoi recommander l'instauration d'une pénalité en cas d'échec sur le marché des titres du gouvernement du Canada? Est-ce que les échecs sont vraiment un problème?
 - L'objectif premier de la pénalité est de faire office de police d'assurance. C'est un moyen de préserver une incitation économique à la livraison des titres dans un contexte de taux d'intérêt nuls ou négatifs, quand il n'y a plus l'incitation habituelle du taux du financement à un jour.
 - À l'heure actuelle, il n'y a pas d'échecs importants et persistants sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Le calibrage de la pénalité tient compte de ce fait en n'imposant qu'une pénalité minimale, sauf si les taux d'échec augmentent de façon persistante et déclenchent la composante dynamique.
- ❖ Pourquoi instaurer une pénalité en cas d'échec s'il n'y a pas de problème? Pourquoi ne pas éliminer entièrement la pénalité lorsque le marché fonctionne bien?
 - Pour assurer la préparation opérationnelle des participants au marché, il est préférable d'instaurer la pratique en période de calme, et de résoudre ensuite les problèmes potentiels. Aux États-Unis, la mise en place de frais pour défaut par le TMPG a été généralement bien accueillie par les participants au marché, mais il a fallu plusieurs mois pour régler tous les pépins initiaux.
 - De même, le fait d'activer et de désactiver la pénalité par intermittence crée un autre risque : les participants risquent de perdre leur « mémoire musculaire », et cela crée de l'incertitude dans le marché.

Questions et réponses : pénalité en cas d'échec de règlement

❖ Est-ce que le but de la pénalité est d'éliminer les échecs?

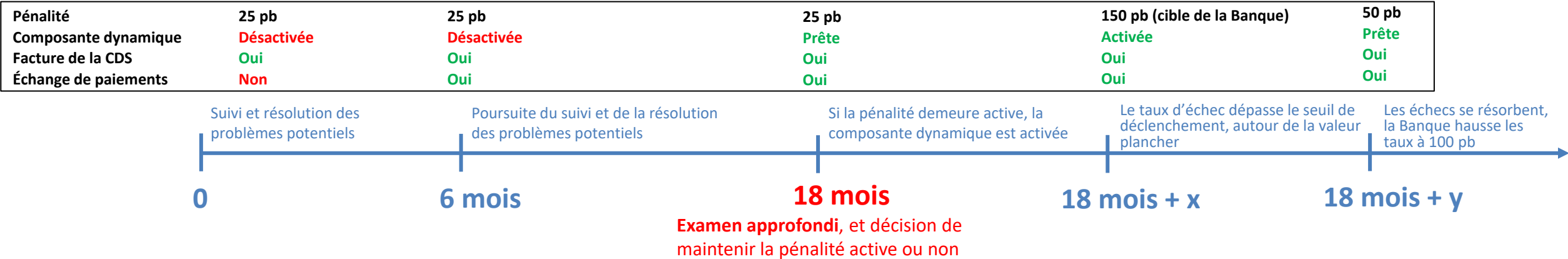
- La pénalité en cas d'échec a pour objet de préserver l'incitation économique à la livraison des titres lorsque les taux sont près de la valeur plancher, et non d'éliminer entièrement les échecs.
- Une pénalité contribue à favoriser les pratiques de règlement efficaces, mais d'autres travaux (du Groupe de travail sur les politiques complémentaires) sont aussi en cours pour cerner les frictions opérationnelles possibles sur le marché des titres du gouvernement du Canada, de même que les façons de les corriger.

❖ Durant la période d'essai, pourquoi la pénalité a-t-elle été abaissée à 25 pb (par rapport au plancher permanent de 50 pb dans le calibrage)? Pourquoi la composante dynamique est-elle désactivée?

- Le plancher permanent de 50 pb a été calibré en fonction des opérations spéciales effectuées sur le marché des titres du gouvernement au cours des cinq dernières années, et de façon à permettre aux marchés des sûretés de trouver un prix d'équilibre en levant le plafond sur ces opérations.
- Abaisser au départ la pénalité à 25 pb permettrait au marché canadien de s'habituer au mécanisme d'échange et apaiserait les inquiétudes quant aux possibles conséquences fortuites de l'instauration de la pénalité.
- La composante dynamique est désactivée durant la période d'essai pour maintenir un environnement prévisible, faciliter la résolution des problèmes et éviter de rendre l'échange des paiements trop compliqué. La période d'essai pourra aussi servir à recueillir d'autres données sur le caractère approprié des déclencheurs de la composante dynamique.

Questions et réponses : pénalité en cas d'échec de règlement

- ❖ Pendant combien de temps la pénalité de 25 pb serait-elle en vigueur? Serait-il possible de la changer si elle interfère avec le fonctionnement du marché?
 - La pénalité de 25 pb serait en vigueur jusqu'à ce que la composante dynamique du cadre soit déclenchée. À noter que la composante dynamique n'aurait *pas* été déclenchée durant la période de 5 ans qui a servi à la calibration initiale des paramètres du cadre; on peut donc penser que le taux pourrait rester à 25 pb pendant un certain temps.
 - Toutefois, le calibrage du cadre ne peut pas tenir compte de toutes les éventualités. Si des problèmes dans le fonctionnement du marché devaient surgir, le groupe de gouvernance pourrait ajuster le taux de la pénalité.
 - La chronologie ci-dessous montre comment les paramètres de la pénalité seraient ajustés durant la transition entre la période d'essai et le régime permanent.



Questions et réponses : pénalité en cas d'échec de règlement

❖ Le taux de 25 pb créera-t-il une incitation à « extraire » une pénalité?

- La pénalité en soi n'incite pas à la thésaurisation, mais elle rétablit le coût d'opportunité d'un échec. Elle facilite l'exécution d'opérations spéciales de pension en deçà du taux plancher mobile de 0 %.
- La thésaurisation peut se produire en l'absence de pénalité (par exemple, quand les taux d'intérêt sont élevés, ceux qui la pratiquent pourraient tenter d'extraire un écart substantiel sur les opérations spéciales).
- Les règles existantes (comme la Règle 2800 de l'OCRCVM, *Négociation sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt*) interdisent déjà les pratiques de manipulation, comme « gonfler ou déprimer artificiellement les cours », ou « abuser des procédures ou conventions du marché pour obtenir un avantage déloyal ». La règle de l'OCRCVM s'applique directement aux courtiers et à ceux qui participent indirectement aux adjudications, et elle se veut un code de conduite pour les autres participants au marché.

Questions et réponses : autres caractéristiques

❖ Quelles autres caractéristiques ont été envisagées pour le mécanisme de pénalité en cas d'échec de règlement?

– Le tableau suivant présente une liste des autres caractéristiques qui ont été envisagées, mais non retenues :

Caractéristique	Description	Évaluation
Pénalité statique (modèle européen)	<ul style="list-style-type: none">• Plancher minimal statique	<ul style="list-style-type: none">• Offre peu d'« assurance » dans un contexte de tensions.
Pénalité statique à plusieurs paliers	<ul style="list-style-type: none">• Une pénalité statique de base qui augmente ou baisse d'un cran quand les conditions du marché changent	<ul style="list-style-type: none">• Nécessite beaucoup de gouvernance en amont pour le mécanisme d'ajustement.• Les ajustements fréquents entraînent des lourdeurs sur le plan opérationnel.
Pénalité dynamique (modèle américain)	<ul style="list-style-type: none">• La pénalité est ajustée au gré du taux à un jour, procurant un minimum de 3 % en guise d'incitation totale à opérer le règlement	<ul style="list-style-type: none">• Le taux de 3 % n'est pas forcément adapté au contexte canadien; la nature dynamique du mécanisme nécessite des mises au point plus fréquentes.
Période de grâce	<ul style="list-style-type: none">• La pénalité peut être appliquée seulement lorsque le règlement d'une opération échoue pendant plusieurs jours• Évite de pénaliser les échecs opérationnels	<ul style="list-style-type: none">• Sur le marché au comptant, les échecs sur plus d'un jour sont courants; une dispense pour les échecs d'un jour ne procure donc qu'un allègement limité.• Complique les calculs en contrepartie d'un avantage limité.
« Montrer du doigt »	<ul style="list-style-type: none">• Le groupe de gouvernance surveille les échecs et fournit une liste des « entités défaillantes »	<ul style="list-style-type: none">• Soulève des préoccupations de confidentialité, tant pour la surveillance des entités que pour la diffusion de la liste.

3b. Mandat du Groupe d'orientation et contexte

Mandat du Groupe d'orientation et contexte

- ❖ En octobre 2019, le Forum canadien des titres à revenu fixe a approuvé la formation d'un groupe de travail chargé d'examiner le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada dans un contexte de bas taux d'intérêt.
- ❖ Le Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada a été mis sur pied en 2020. Son mandat est le suivant :
 - Étudier et concevoir un cadre qui favoriserait le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada dans un contexte de bas taux d'intérêt (**phase de conception**), et présenter au Forum des recommandations pour la conception de ce cadre.
 - Le **cadre** doit prévoir un mécanisme d'incitation financière à régler rapidement les opérations qui s'applique à tous les participants au marché, et des critères pour la mise en œuvre et l'activation du cadre.
 - Il doit s'accompagner de **politiques complémentaires ou de changements dans les pratiques du marché** visant à en améliorer le fonctionnement et à atténuer les conséquences fortuites éventuelles.
 - En attendant l'approbation et de plus amples instructions du Forum, prendre les mesures nécessaires pour mettre en œuvre le cadre (**phase de mise en œuvre**).