

Questions et réponses : Consultation sur la possible instauration d'une pénalité en cas d'échec de règlement des opérations sur obligations du gouvernement du Canada et bons du Trésor

1. Contexte

Q1 : Pourquoi recommander l'instauration d'une pénalité en cas d'échec de règlement sur le marché des titres du gouvernement du Canada? Est-ce que les échecs sont vraiment un problème?

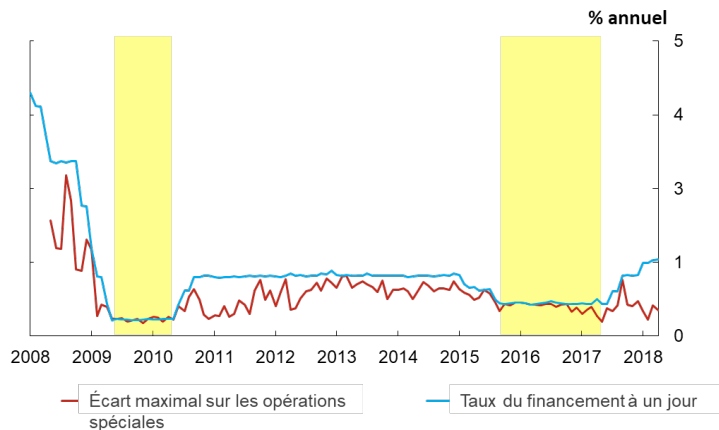
- L'objectif premier de la pénalité est de faire office de police d'assurance. C'est un moyen de préserver une incitation économique à livrer les titres dans un contexte de taux d'intérêt nuls ou négatifs, quand il n'y a plus l'incitation que procure habituellement le taux du financement à un jour.
- Une recherche du personnel de la Banque montre que le taux du financement à un jour a plafonné les écarts sur les opérations spéciales au Canada¹. Le graphique A1 montre que ce taux peut :
 - Plafonner les prix sur le marché du financement par titres
 - L'écart maximal sur les opérations spéciales est inférieur au taux du financement à un jour dans le graphique.
 - Comprimer la fourchette d'ajustement de l'écart sur les opérations spéciales
 - Plus le taux du financement à un jour est bas, plus le plafond est contraignant (bandes jaunes).
 - Lorsque le taux du financement à un jour est nul, le plafond est aussi nul.

¹ Pour l'analyse complète, voir L. Berger-Soucy, J.-S. Fontaine et A. Walton (2019), *Prix plafonds sur les marchés canadiens des emprunts d'obligations*, note analytique du personnel 2019-2, Banque du Canada.

Graphique A1

Évolution de l'écart maximal sur les opérations spéciales

Marché des obligations du gouvernement du Canada, de janvier 2008 à avril 2018



- 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 tient compte de ce fait en n'imposant qu'une pénalité minimale, sauf si les taux d'échec augmentent durablement et déclenchent la composante dynamique.

Q2 : Est-ce que le but de la pénalité est d'éliminer les échecs de règlement?

- La pénalité a pour but de préserver l'incitation économique à livrer les titres lorsque les taux sont près de la valeur plancher, et non d'éliminer entièrement les échecs.
- Une pénalité contribuerait à favoriser des pratiques de règlement efficaces, mais d'autres travaux du Groupe de travail sur les politiques complémentaires ont cerné des frictions opérationnelles possibles sur le marché des titres du gouvernement du Canada et proposé des façons de les corriger.

Q3 : Est-ce que ce mécanisme va créer une incitation à « extraire » la pénalité des contreparties?

- La pénalité en soi n'incite pas à la thésaurisation (l'accumulation de titres), mais elle rétablit le coût d'opportunité d'un échec de règlement. Elle facilite l'exécution d'opérations spéciales de pension en deçà du taux plancher mobile de 0 %.
- La thésaurisation peut aussi se produire en l'absence de pénalité, puisque le taux de financement à un jour constitue une pénalité de facto (p. ex., 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, Code de conduite à l'intention des sociétés réglementées par l'OCRCVM qui négocient 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.

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

Q4 : Est-ce que d'autres caractéristiques ont été envisagées lors de l'élaboration du cadre?

- Le tableau suivant énumère d'autres caractéristiques envisagées pour la pénalité, mais dont l'adoption n'a pas été proposée :

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"> Pénalité statique de base qui monte 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"> Pénalité ajustée au gré du taux du financement à un jour qui procure une incitation totale à opérer le règlement d'au moins 3 % 	<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"> Pénalité qui peut être appliquée seulement en cas d'échec de règlement d'une opération 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

3. Calibrage de la pénalité en cas d'échec de règlement

Q5 : Pourquoi instaurer une pénalité maintenant, alors qu'il n'y a pas de problème? Pourquoi ne pas éliminer entièrement la pénalité lorsque le marché fonctionne bien?

- Le calendrier permettant la mise en œuvre structurée de la pénalité pourrait s'échelonner sur plus de deux ans. Cela comprend la conception de la pénalité, l'élaboration de contrôles et de processus de facturation adéquats, l'établissement de la gouvernance et la modification des règles, au besoin. Il serait donc difficile de mettre en œuvre la pénalité rapidement, de manière structurée, si les échecs devenaient problématiques.
- De plus, pour assurer la préparation opérationnelle des participants au marché, il serait 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 Treasury Market Practices Group a été généralement bien accueillie par les participants au marché, mais il a fallu de nombreux mois pour régler tous les pépins initiaux.
- De même, le fait d'activer et de désactiver la pénalité par intermittence créerait un autre risque : les participants risquent de perdre leur « mémoire musculaire » et cela susciterait de l'incertitude sur le marché. C'est pour cette raison qu'aux États-Unis la pénalité a été récemment modifiée de manière à rester en vigueur, quel que soit le niveau du taux américain du financement à un jour.

Q6 : Qu'arrive-t-il quand le seuil d'avertissement de la composante dynamique est franchi?

- Le groupe de gouvernance est avisé et un cycle de surveillance de quatre semaines commence.
- La Banque, au nom du groupe de gouvernance, informe les participants au marché que l'activation de la composante dynamique pourrait être imminente.
- Les infrastructures de marché (au minimum la CDS) sont aussi informées.

Q7 : Qu'arrive-t-il si le seuil de déclenchement de la composante dynamique est ensuite franchi?

- Comme lorsque le seuil d'avertissement est franchi, la Banque, au nom du groupe de gouvernance, informe les participants au marché de l'activation (et de la date d'entrée en vigueur) de la composante dynamique.

Q8 : Qu'arrive-t-il si les taux d'échec descendent en dessous du seuil d'avertissement sans que la composante dynamique soit déclenchée?

- La Banque informe les participants au marché de la levée de l'avertissement au bout du cycle de quatre semaines.

Q9 : Qu'arrive-t-il si les taux d'échec ne descendent pas et que le seuil de déclenchement de la composante dynamique n'est pas franchi? Le plancher de 50 points de base pourrait-il être modifié?

- La Banque renouvelle l'avertissement après quatre semaines et le groupe de gouvernance étudie la question de plus près.
- Un plancher de 50 points de base a été jugé approprié. Toutefois, le calibrage du cadre ne peut pas tenir compte de toutes les éventualités. Si des problèmes de fonctionnement du marché devaient surgir, le groupe de gouvernance pourrait ajuster le taux de la pénalité, avec l'approbation du Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum).

4. Période d'essai du cadre

Q10 : Durant la période d'essai, pourquoi la composante dynamique n'est-elle pas activée?

- La composante dynamique est désactivée durant la période d'essai pour maintenir un environnement prévisible, faciliter la résolution des problèmes et éviter de compliquer l'échange de pénalités. La période d'essai pourrait aussi servir à recueillir d'autres données sur le caractère approprié des déclencheurs de la composante dynamique.

Q11 : Quelles sont les considérations de gouvernance durant la période d'essai?

- Au départ, le groupe de gouvernance devrait se réunir fréquemment (possiblement chaque mois) pour examiner le fonctionnement de la pénalité. 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 pénalités. Le groupe surveillerait globalement les critères suivants :
 - Problèmes opérationnels, transitoires ou persistants
 - Transmission adéquate de la pénalité à des parties autres que des participants directs à la CDS
 - Conséquences pour le fonctionnement et la liquidité du marché, ainsi que la participation à celui-ci
 - Effet sur les taux d'échec et les opérations spéciales
- Si l'échange de pénalités 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 (p. ex., 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

5. Considérations de gouvernance liées au cadre

Q12 : 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.

Q13 : Quelle est la relation entre le groupe de gouvernance et le Forum? Le Forum délègue-t-il au groupe de gouvernance 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 autorités de supervision de la CDS (soit les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières [ACVM] et 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. Les modalités de déclenchement de la composante dynamique devraient être inscrites dans les règles, et tout changement nécessaire au niveau de la pénalité ne devrait pas exiger l'approbation des autorités réglementaires.
- Les modifications et les décisions importantes pourraient aussi bénéficier de consultations avec le secteur.

Q14 : Quelles sont les responsabilités du groupe de gouvernance?

- Faire le suivi des échecs de règlement, évaluer, globalement, l'efficacité du cadre et recommander des changements
 - Responsabilité particulièrement importante durant la période d'essai
- Formuler une recommandation quant au moment de la mise en place de l'échange de pénalités et à son maintien
- Tenir à jour les pratiques exemplaires et la documentation
- Fournir des mises à jour régulières au Forum, notamment en publiant les procès-verbaux des réunions

Q15 : Qui présiderait le groupe de gouvernance, comment les membres seraient-ils nommés et quelle serait la composition du groupe?

- Le Forum nommerait deux coprésidents pour un mandat de deux ans.
 - La Banque pourrait coprésider le groupe durant le premier mandat, aux côtés d'un participant au marché.
 - Le Forum approuverait la composition du groupe et les nominations seraient laissées à la discrétion des coprésidents.
 - La Banque du Canada et la CDS seraient des membres permanents.
- Les autres membres et observateurs seraient diverses parties prenantes, notamment des acteurs du côté vendeur et du côté acheteur (avec et sans levier), des dépositaires, des agents prêteurs, des courtiers privilégiés, des conseillers juridiques, des représentants des ACVM et des associations sectorielles.
- Il y aurait environ dix membres, possiblement plus durant la période d'essai, et moins à terme.
- Le groupe réunirait une combinaison d'experts (courtiers, spécialistes du règlement, etc.).

Q16 : Comment se prendraient les décisions au sein du groupe? Qui assumerait 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.