

# 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

---

## Sommaire

En janvier 2020, le Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum)<sup>1</sup> a mis sur pied le Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada (le Groupe d'orientation), qui a pour mandat d'élaborer un cadre qui favoriserait le bon fonctionnement de ce marché dans un contexte de bas taux d'intérêt<sup>2</sup>. Ce cadre prévoit une pénalité proposée en cas d'échec de règlement des opérations sur obligations du gouvernement du Canada (GC) et bons du Trésor. Une telle pénalité est nécessaire pour créer des incitations financières à régler rapidement les opérations, surtout quand les taux sont bas<sup>3</sup>. Des travaux similaires visant à améliorer et renforcer le processus de règlement ont été menés dans d'autres grandes économies, dont les États-Unis, l'Union européenne, le Japon et l'Australie.

À l'heure actuelle, il n'y a pas de gros problèmes d'échecs de règlement sur le marché des titres du GC. Cependant, le Groupe d'orientation et le Forum estiment prudent de protéger le fonctionnement de ce marché en mettant en place un cadre robuste pour veiller à ce que le processus de règlement continue à bien se dérouler, quel que soit le niveau des taux. Le cadre comporte aussi un ensemble de pratiques exemplaires connexes à l'intention des participants au marché. Le présent document de consultation vise à recueillir des commentaires sur la pénalité en cas d'échec de règlement prévue dans le cadre, son calibrage et sa gouvernance.

Il est important que la pénalité soit calibrée pour être adaptée au marché des titres du GC. Selon les modalités proposées, la pénalité est établie à 50 points de base (pb) et s'applique à toutes les opérations avec livraison contre paiement réglées par l'entremise de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS). Si les échecs de règlement deviennent élevés et persistants, la pénalité proposée augmente de manière à ce que l'incitation totale puisse aller jusqu'à 150 pb. Elle est appliquée si le vendeur n'a pas livré les titres du GC à 16 h ou, s'il y a lieu, à la fin de tout délai octroyé le jour du règlement. Si un échec de règlement (autrement dit une opération non dénouée) est uniquement attribuable à un manque de fonds de l'acheteur, il n'y a pas de pénalité. La CDS calcule la pénalité quotidiennement et recouvre mensuellement la valeur nette du paiement auprès de chacun de ses

---

<sup>1</sup> Le Forum est un comité sectoriel de haut niveau que la Banque du Canada a mis sur pied afin de discuter de l'évolution de la structure et du fonctionnement du marché des titres à revenu fixe, des pratiques du marché, et également des enjeux connexes liés aux politiques publiques. Voir [www.banqueducanada.ca/marches/forum-canadien-titres-revenu-fixe](http://www.banqueducanada.ca/marches/forum-canadien-titres-revenu-fixe).

<sup>2</sup> Pour des précisions sur le mandat du Groupe d'orientation, voir [www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2020/07/cfif-mandat-groupe-orientation.pdf](http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2020/07/cfif-mandat-groupe-orientation.pdf).

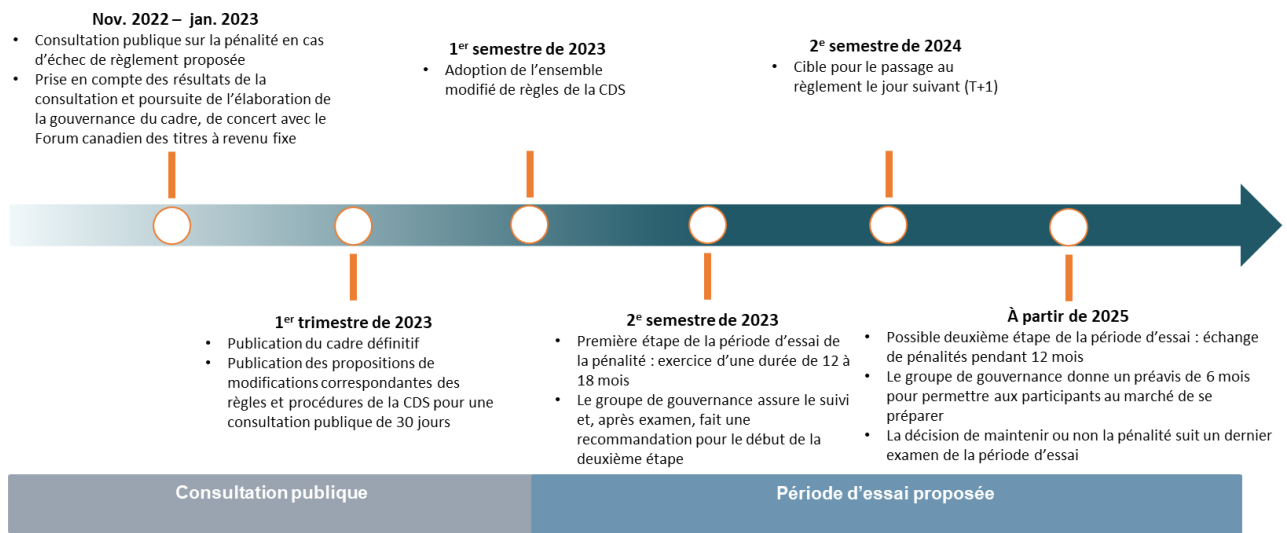
<sup>3</sup> Pour en savoir plus sur le plan directeur du cadre, voir [www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2022/01/Groupe-dorientation-sur-le-fonctionnement-du-marche-des-titres-du-gouvernement-du-Canada.pdf](http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2022/01/Groupe-dorientation-sur-le-fonctionnement-du-marche-des-titres-du-gouvernement-du-Canada.pdf) pour une version antérieure.

adhérents, ou crédite leur compte de ce montant, selon le nombre d'opérations non dénouées pour un mois donné. Une piste d'audit complète des flux quotidiens sous-jacents est fournie aux adhérents. La pénalité ne vise pas directement les opérations avec livraison contre livraison ou livraison franco de paiement. Cependant, une procédure de réclamation bilatérale basée sur des accords existants pourrait être utilisée pour répercuter une pénalité liée à une opération avec livraison contre paiement qui résulte de l'échec de règlement d'une opération avec livraison contre livraison ou livraison franco de paiement.

Avant qu'une décision définitive sur l'adoption permanente de la pénalité soit prise, le Groupe d'orientation propose une période d'essai prolongée en deux étapes. Durant la première étape (d'une durée de 12 à 18 mois), la CDS fait le suivi des échecs de règlement et fournit à ses adhérents une piste d'audit ainsi que le montant mensuel indicatif de la pénalité. Elle publie aussi les taux d'échec quotidiens par souci de transparence publique. Toutefois, aucun paiement n'est échangé et le groupe de gouvernance du cadre assure le suivi de tout problème de mise en œuvre susceptible de survenir. À la fin de la première étape, ce groupe mène un examen et fait une recommandation au Forum relativement au moment où commencera la deuxième étape de la période d'essai, durant laquelle l'échange de pénalités sera en vigueur pendant 12 mois. Les participants au marché recevront un préavis d'au moins 6 mois avant l'entrée en vigueur de l'échange de pénalités, ce qui leur permettra de s'y préparer sur le plan opérationnel. Ainsi, l'échange commencera au moins 18 à 24 mois après le début de la période d'essai. Lorsque celle-ci aura pris fin, le groupe de gouvernance et le Forum procéderont à un dernier examen pour déterminer si la pénalité doit être maintenue. Cet examen comprendra une évaluation de tout impact sur le fonctionnement du marché.

Si le groupe de gouvernance recommande de reporter la deuxième étape de la période d'essai (l'échange de pénalités), il continue de suivre les échecs de règlement. Si les conditions du marché se détériorent, le mécanisme d'échange (y compris la composante dynamique) pourrait être activé de façon permanente, avec l'approbation du Forum et sous réserve d'un préavis minimal. La CDS continue de publier les taux d'échec et de fournir une piste d'audit peu importe quand l'échange de pénalités commence, que ce soit durant ou après la période d'essai.

L'échéancier provisoire ci-dessous montre les grands jalons proposés du projet. Les dates des jalons devraient être considérées comme des cibles et pourraient être ajustées par le Forum, par exemple pour incorporer les résultats des examens du groupe de gouvernance prévus ou pour mieux tenir compte d'initiatives qui se recourent, comme le passage au règlement le jour suivant (T+1).



## Directives

Le présent document de consultation décrit la pénalité proposée en cas d'échec de règlement des opérations sur titres du GC. Il vise à recueillir les commentaires des participants aux marchés financiers national et international qui négocient des obligations du GC et des bons du Trésor. Le Forum souhaite obtenir l'appui des participants au marché pour faire progresser le projet et prendra en considération la rétroaction reçue pour déterminer s'il doit ajuster les paramètres de la pénalité proposée où l'échéancier. Pour accompagner le document de consultation, le Groupe d'orientation publie une liste complète de questions et réponses sur divers aspects du mécanisme de pénalité prévu dans le cadre.

Les répondants sont encouragés à formuler des commentaires généraux pour indiquer s'ils appuient ou non le projet, en plus de répondre aux questions plus ciblées posées dans le présent document. Si des questions ne s'appliquent pas à leur institution, ils ne sont pas tenus d'y répondre. Les réponses et commentaires peuvent être envoyés à l'adresse **gmf-fmg-consultation@bank-banque-canada.ca** d'ici le 9<sup>e</sup> décembre 2022. Nous prions les participants au marché d'inscrire leurs réponses dans le modèle prévu à cet effet. Un résumé des réponses sera rendu public.

### 1. Contexte

Les travaux du Groupe d'orientation s'intéressent au fait qu'il y a moins d'incitations financières à livrer les titres du GC contre paiement quand les taux d'intérêt sont bas. La convention de marché qui régit actuellement les échecs de règlement sur le marché canadien des titres à revenu fixe prévoit le report du règlement au prochain jour de négociation et le maintien des modalités initiales de l'opération. Le coût d'opportunité implicite lié au défaut de livraison de titres équivaut donc au taux du financement à un jour<sup>4</sup>. De ce point de vue, ce taux peut représenter un quasi-plafond sur le marché du financement par titres. Les participants n'ont pas d'incitation financière à payer plus pour emprunter des obligations, à part le coût lié au défaut de livraison des titres, puisque le plafond réduit la marge de négociation pour les garanties. Cette réduction devient plus prononcée lorsque le taux du financement à un jour approche de sa valeur plancher et n'est pas propice à l'établissement de prix d'équilibre efficaces sur le marché des garanties. Dans un contexte de taux directeur négatif, la structure actuelle du marché n'offre aux participants aucune incitation financière à éviter les échecs de règlement. Le principal moyen de résoudre ce problème consiste à mettre en place des incitations financières à livrer les titres, comme une pénalité ou un mécanisme de rachat d'office en cas d'échec de règlement. Le Groupe d'orientation a conclu que, pour le marché canadien, une pénalité était plus appropriée que des rachats d'office, comme ceux prévus dans le régime de discipline en matière de règlement de l'Union européenne<sup>5</sup>.

Des échecs de règlement se produisent tant pour les opérations au comptant que pour les opérations de pension sur titres du GC, mais des taux d'échec durablement élevés ont été rares ces derniers temps, malgré les taux du financement à un jour historiquement bas. Aucune hausse substantielle des défauts n'a été observée sur le marché des titres du GC, sauf au début de la pandémie, en raison des problèmes opérationnels accrus attribuables aux pressions liées au télétravail. Ainsi, les incitations financières minimales à procéder au règlement dans un contexte de bas taux ne se sont pas immédiatement traduites en des taux d'échec élevés. Cependant, la Banque du Canada (la Banque) a aussi soutenu le fonctionnement du marché durant cette période en fournissant tous les jours des titres du GC provenant de son bilan. Des mesures de soutien à ce marché des titres du GC pourraient être encore nécessaires pour assurer son bon fonctionnement au cours de futures périodes de taux d'intérêt bas, peut-être

---

<sup>4</sup> Le taux du financement à un jour représente le manque à gagner en intérêts qui aurait pu être touché sur les fonds reçus.

<sup>5</sup> Dans le cadre des règles de la CDS; l'application du régime de rachat d'office a été reportée de trois ans.

même négatifs. C'est d'autant plus vrai si les échecs de règlement se généralisent, comme ça a été le cas en 2015 pour plusieurs obligations de référence, ou si la Banque ne procure pas d'obligations<sup>6</sup>.

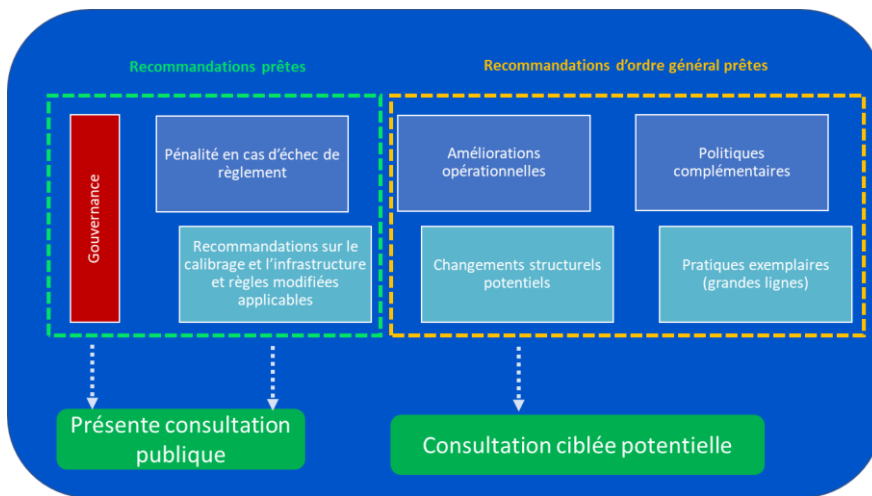
Le cadre proposé a avant tout été conçu comme une police d'assurance permettant de favoriser le fonctionnement efficace du marché des titres du GC dans un contexte de bas taux d'intérêt. Dans les autres contextes, le cadre pourrait aussi améliorer la discipline de marché et mettre en lumière les inefficiences opérationnelles grâce à la surveillance accrue de la pénalité en tant que telle, comme cela s'est produit aux États-Unis. Puisqu'il ne serait ni possible ni recommandé de précipiter la mise en place de la pénalité durant une période de tensions, la proposition du Groupe d'orientation est structurée de manière à ce que les participants au marché aient le temps d'observer la pénalité et de l'intégrer à leurs opérations pendant une période d'évaluation prolongée avant que soit prise une décision définitive quant à son maintien.

Afin d'aiguiller la conception d'un cadre adapté au marché des titres du GC, le Groupe d'orientation a entretenu des contacts soutenus avec les participants au marché. Il a aussi comparé son projet à des travaux similaires entrepris ailleurs pour améliorer le processus de règlement, notamment aux États-Unis, dans l'Union européenne, au Japon et en Australie.

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

Le graphique 1 donne un aperçu du plan directeur proposé pour le cadre de fonctionnement du marché des titres du GC. Les changements structurels potentiels et les pratiques exemplaires feront l'objet de travaux distincts, et seront publiés sur le site Web du Forum. Ils ne font pas partie de la présente consultation.

Graphique 1 : Plan directeur du cadre



La pénalité en cas d'échec de règlement, une des composantes du cadre, est décrite en détail dans les sections suivantes :

- Section 3 : Calibrage de la pénalité en cas d'échec de règlement
- Section 4 : Application de la pénalité dans le système de la CDS et opérations visées par le mécanisme

<sup>6</sup> Même si la Banque a indiqué qu'elle considère un taux directeur de 25 pb comme la valeur plancher durant la pandémie de COVID-19, elle n'exclut pas le recours à des taux directeurs négatifs.

- Section 5 : Période d’essai du cadre
- Section 6 : Considérations de gouvernance liées au cadre

### 3. Calibrage de la pénalité en cas d’échec de règlement

La présente section traite des paramètres de la pénalité et des conditions qui déclencheraient son activation.

#### 3.1 Paramètres de la pénalité

Le marché des titres du GC n’a pas subi le type de dysfonctionnements qui ont précipité l’instauration, en 2008, des frais pour défaut visant les obligations du Trésor américain. De plus, les pics d’échecs de règlement d’opérations sur titres du GC ont eu tendance à être de plus courte durée, en général<sup>7</sup>. Toutefois, les échecs ont été durablement élevés sur ce marché en 2014-2015, ce qui a nui au fonctionnement de segments précis de la courbe de rendement des actifs canadiens. Les échecs ont atteint autour de 3,9 milliards de dollars par jour en moyenne du premier au troisième trimestre de 2015, avant de chuter pour s’établir à un niveau plus habituel de 1,2 milliard de dollars par jour à compter du quatrième trimestre<sup>8</sup>.

Afin de procurer une incitation financière qui favoriserait le règlement rapide des opérations sur titres du GC, et compte tenu du fait que le niveau d’échec sur le marché de ces titres ne pose pas problème à l’heure actuelle, la pénalité proposée se base sur une structure hybride : 1) un plancher statique et permanent de 50 pb; 2) une composante dynamique conditionnelle qui ferait passer l’incitation à un maximum de 150 pb au total si les échecs dépassaient un seuil de déclenchement prédéfini. Le Groupe d’orientation estime qu’un plancher de 50 pb serait une valeur minimale qui atténuerait les préoccupations quant à l’incidence possible d’une pénalité élevée, comme celle imposée aux États-Unis, sur le fonctionnement du marché canadien. La composante dynamique proposée serait similaire aux frais pour défaut imposés par le Treasury Market Practices Group, mais elle serait activée (autrement dit déclenchée) seulement dans un contexte d’échecs élevés et persistants. Dans de telles circonstances, cette composante élargirait davantage la marge de négociation pour permettre aux marchés des garanties d’opérer des compensations même si les taux d’intérêt sont bas ou négatifs. La pénalité et les paiements correspondants seraient déterminés comme suit :

$$\text{Pénalité en cas d'échec de règlement} = \begin{cases} 0,50 \% & \text{(plancher)} \\ \max. \{1,50 \% - \text{taux cible de la Banque}, 0,50 \% \} & \text{(composante dynamique)} \end{cases}$$

$$\text{Paiement de la pénalité} = \frac{1}{365} * \text{pénalité} * P * t$$

P = somme payable par la partie non défaillante (opération avec livraison contre paiement)

t = durée de l’échec (jours civils)

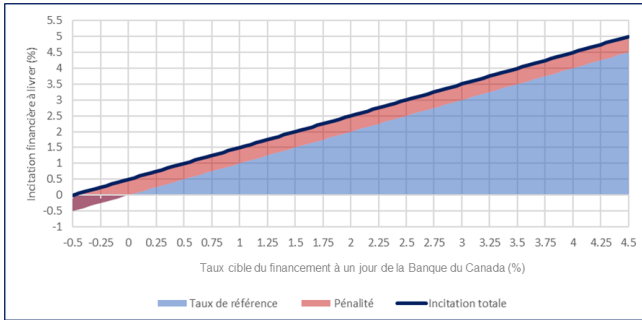
À titre d’illustration, les graphiques 2 et 3 présentent l’incitation financière totale à livrer offerte par le plancher et la composante dynamique, respectivement. Le taux du financement à un jour pourrait être touché sur les fonds reçus à la livraison, ce qui procure une incitation « naturelle » à livrer, surtout en contexte des taux d’intérêts plus élevés. Cependant, l’incitation (en bleu) diminue lorsque les taux d’intérêt sont bas. La pénalité plancher fixe de 50 pb vient s’ajouter à l’incitation à livrer dans tous les contextes de taux (graphique 2). Si la composante

<sup>7</sup> Voir [www.newyorkfed.org/tmpg](http://www.newyorkfed.org/tmpg) pour des précisions sur le Treasury Market Practices Group (TMPG), qui a recommandé l’adoption d’une pénalité totale de 3 % en cas de défaut de règlement.

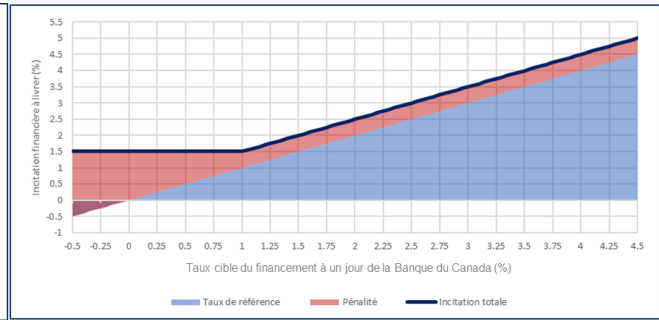
<sup>8</sup> Les échecs étaient très concentrés : environ 50 % du volume d’échecs concernait deux émissions consécutives de titres de référence à cinq ans et une obligation à deux ans qui se négociaient nettement au rabais.

dynamique est déclenchée, cet ajout devient variable : la pénalité (en rose) augmente à mesure que le taux cible de financement à un jour de la Banque diminue, de manière à ce que l'incitation totale à livrer reste à 150 pb (graphique 3). Le calibrage de la composante dynamique implique qu'elle serait activée uniquement quand le taux cible de la Banque est inférieur à 1 %, puisqu'elle n'ajoute aucune incitation au plancher de 50 pb en contexte de taux plus élevés.

Graphique 2 : Plancher de 50 points de base



Graphique 3 : Composante dynamique conditionnelle



### 3.2 Calcul de la pénalité et exemple

Selon la méthode proposée, le montant de la pénalité pour chaque opération non dénouée est calculé quotidiennement, mais seul un montant net est échangé chaque mois entre les adhérents à la CDS qui négocient des titres du GC. Les contreparties qui sont en défaut, sur une base nette, paient la pénalité correspondante, alors que les contreparties non défaillantes, sur une base nette, reçoivent la pénalité correspondante.

L'exemple de calcul qui suit illustre la pénalité associée à un défaut de livraison de trois jours pour l'échange d'obligations du GC d'une valeur de 50 millions de dollars contre un paiement de 49,8 millions de dollars. L'incitation financière totale à régler l'opération correspond à la somme de la pénalité et du taux cible de la Banque.

	Composante dynamique non activée	Composante dynamique activée
Taux cible de financement à un jour de la Banque (%)	0,25	0,25
Pénalité (%)	0,50 (plancher)	1,25 (= 1,50 – 0,25)
Incitation totale (%)	0,75	1,50
Montant de la pénalité	$49,8 \text{ M\$} \times 0,50 \% \times (3/365) = 2\,046,58 \text{ \$}$	$49,8 \text{ M\$} \times 1,25 \% \times (3/365) = 5\,116,44 \text{ \$}$

### 3.3 Critères d'activation et de désactivation de la composante dynamique

Toutes les caractéristiques de la composante dynamique sont activées seulement en cas d'échecs importants et persistants sur le marché des titres du GC et si le taux cible de la Banque est inférieur à 1 % (la composante dynamique ne procurant aucune incitation supplémentaire quand le taux dépasse 1 %)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Si des échecs importants se produisaient dans un contexte de taux plus élevés, le groupe de gouvernance pourrait recommander des changements pour remédier à la situation. Par exemple, hausser le plancher de la pénalité au-dessus de 50 pb ou augmenter l'incitation totale procurée par la composante dynamique au-delà de 150 pb offrirait une incitation supplémentaire à régler les opérations quand le taux dépasse 1 %. De même, le groupe de gouvernance pourrait modifier cette composante si, après son activation, l'incitation totale de 150 pb s'avère insuffisante lorsque le taux est inférieur à 1 %.

Pour refléter la persistance des échecs, **le seuil de déclenchement est basé sur une moyenne mobile sur dix jours des taux d'échec quotidiens combinés** des opérations au comptant et des opérations de pension sur titres du GC. Le taux d'échec quotidien est calculé comme suit : nombre d'opérations sur titres du GC avec livraison contre paiement qui ne sont pas réglées dans le système de la CDS, divisé par le volume total de règlement de ces titres enregistré par la CDS un jour donné. La composante dynamique est activée une fois que la moyenne mobile sur dix jours du taux d'échec quotidien dépasse un seuil proposé qui avoisinerait les taux d'échec quotidiens maximaux observés au cours de la période d'analyse des données. Ainsi, l'activation n'est pas déclenchée par des pics quotidiens des taux d'échec qui reviennent rapidement à la normale par la suite.

Le Groupe d'orientation propose aussi un seuil d'avertissement distinct, plus bas<sup>10</sup>. La Banque, au nom du groupe de gouvernance du cadre, informe les participants par des avis aux marchés si la moyenne mobile sur dix jours du taux d'échec franchit le seuil d'avertissement et que l'activation de la composante dynamique pourrait être imminente. Le niveau du seuil d'avertissement est fixé de manière à éviter de fausses alertes et à ce que le marché ait la possibilité de s'auto-réguler avant une possible activation. Le Groupe d'orientation croit que le seuil d'avertissement en soi peut être un moyen de prévenir des taux d'échec durablement élevés et de permettre une auto-régulation des marchés sans qu'il soit nécessaire d'activer la composante dynamique. Si celle-ci est déclenchée ultérieurement, la Banque publie un autre avis pour informer les participants au marché de l'entrée en vigueur d'une pénalité plus élevée.

Les seuils proposés ci-dessous sont fournis à titre indicatif et des modifications mineures pourraient y être apportées en fonction des nouvelles données sur les échecs de règlement rendues disponibles avant toute activation permanente de la pénalité. Le groupe de gouvernance du cadre établira les seuils définitifs et assurera ensuite leur suivi pour déterminer s'ils sont adéquats. Par souci de transparence, la CDS publiera les taux d'échec tous les jours.

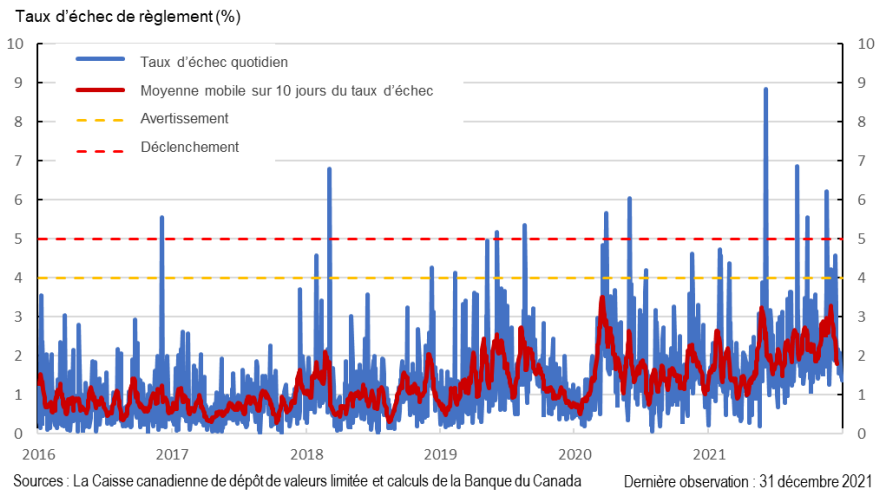
Seuil	Critère basé sur les taux d'échec combinés des opérations de pension et des opérations au comptant
Avertissement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec $\geq 4\%$
Déclenchement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec $\geq 5\%$

À l'aide de données de 2016 à 2021, le graphique 4 montre les seuils indicatifs pour la moyenne mobile sur dix jours qui déclencheraient un avertissement et une activation de la composante dynamique. Les taux d'échec quotidiens utilisés pour établir la moyenne mobile sont aussi fournis à des fins d'exhaustivité. Durant cette période, la composante dynamique n'aurait pas été activée, mais la moyenne mobile sur dix jours a été proche du seuil d'avertissement à plusieurs reprises.

La composante dynamique comporte un dispositif de désactivation intégré : lorsque le taux cible du financement à un jour de la Banque atteint au moins 1 %, la pénalité retourne au plancher statique de 50 pb (selon le calcul présenté à la section 3.1) et y demeure jusqu'au prochain déclenchement de la composante. Par conséquent, si la composante dynamique est déclenchée, elle reste activée jusqu'à ce que le taux soit relevé et s'établisse à au moins 1 %. Un dispositif d'annulation explicite de la composante dynamique a été envisagé par le Groupe d'orientation, mais a été jugé inutile et compliqué à calibrer, puisque le seuil de déclenchement de cette composante est élevé.

<sup>10</sup> Les seuils d'avertissement et de déclenchement sont établis à environ trois et quatre fois, respectivement, le taux d'échec quotidien moyen au cours de la période 2016-2022.

#### Graphique 4 : Seuils relatifs à la composante dynamique



**Question 1 :** Appuyez-vous la mise en place d'une pénalité en cas d'échec de règlement des opérations sur titres du gouvernement du Canada? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 2 :** Les paramètres de la pénalité (p. ex., niveau de la pénalité et seuils relatifs à la composante dynamique) sont-ils adaptés au marché des titres du gouvernement du Canada? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 3 :** Des paiements mensuels de la pénalité sont-ils appropriés? Si non, quelle devrait être la fréquence de l'échange de pénalités?

**Question 4 :** La communication d'avertissements ou d'avis d'activation décrite est-elle appropriée? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

### 3.4 Raisons du choix des paramètres

Les discussions avec des participants au marché canadiens et américains donnent à penser qu'une pénalité en cas d'échec de règlement qui reste toujours en vigueur assure une continuité opérationnelle de cette pratique, ce qui est préférable à une pénalité qui est activée et désactivée selon les conditions du marché<sup>11</sup>. C'est pourquoi le plancher proposé est maintenu, quel que soit le niveau des taux d'intérêt.

Puisque la pénalité a pour vocation de servir de police d'assurance, les paramètres ont été établis sur la base d'une analyse de l'écart maximal sur les opérations spéciales au sein du marché des titres du GC au cours d'une période de cinq ans pour laquelle des données fiables existent<sup>12</sup>. Le graphique 5 montre que de 2016 à la mi-2017, l'écart hebdomadaire maximal observé était d'environ 50 pb (ligne rouge), un écart visiblement restreint par le quasi-plafond que représente le taux du financement à un jour (ligne noire). De la mi-2017 à mars 2020, lorsque le plafond a été relevé par une série de hausses de taux d'intérêt, l'écart hebdomadaire maximal moyen est demeuré autour de 50 pb, même si on a observé des pics de 100 à 150 pb. Un plancher de 50 pb et une composante dynamique qui ferait monter la pénalité jusqu'à 150 pb ont donc été considérés comme suffisants pour élargir la marge de négociation et ainsi favoriser le bon fonctionnement du marché. Le plancher est une mesure financière progressive qui dissuade les échecs de règlement lorsque les taux d'intérêt vont jusqu'à -50 pb, alors que la composante dynamique conditionnelle offre plus de marge, au besoin.

<sup>11</sup> Le TMPG a instauré un plancher permanent de 1 % en 2018 pour éviter le risque lié à l'activation et à la désactivation de la pénalité, alors que le taux cible des fonds fédéraux approchait de 3 %.

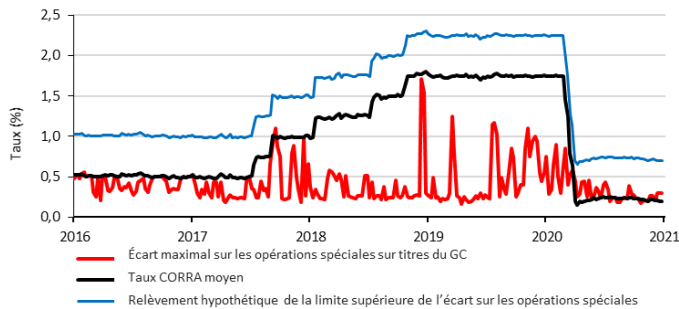
<sup>12</sup> Les données sont tirées du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0).



Graphique 5 : Écart maximal sur les opérations spéciales au sein du marché des titres du GC

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

La population de transactions inclut des données non tronquées sur le taux CORRA et des opérations à 24 h valeur lendemain



Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 31 décembre 2020

## 4. Application de la pénalité dans le système de la CDS et opérations visées par le mécanisme

Pour qu'elle entre en vigueur, la pénalité doit être incorporée aux règles et procédures de la CDS afin que celle-ci puisse automatiquement débiter ou créditer le compte de ses adhérents du montant net de la pénalité sur une base mensuelle<sup>13</sup>. La pénalité sera principalement appliquée par l'entremise de la CDS et sera évaluée à l'échelle du client ou du sous-compte. La CDS calculera le montant de la pénalité quotidiennement, et procédera à la facturation et aux paiements mensuellement. Le tableau ci-dessous résume la portée de la pénalité.

Grandes catégories	Types d'instruments et d'opérations	Mode d'application de la pénalité en cas d'échec de règlement
Livraison contre paiement	Bons, obligations à rendement nominal, obligations à rendement réel et coupons détachés (opérations au comptant et de pension)	Suivi centralisé et paiement ou crédit par la CDS
Livraison contre livraison, franco de paiement, nantissement	Marché des prêts de titres (défaut de livraison de titres du GC)	Réclamation bilatérale; le suivi centralisé des échecs est difficile
	Options et contrats à terme (livraison physique de titres du GC)	Réclamation bilatérale; le suivi centralisé des échecs est difficile S'applique seulement au défaut de livraison de l'actif sous-jacent lorsqu'il y a livraison physique

### 4.1 Opérations avec livraison contre paiement (LCP)

La structure proposée de la pénalité englobe toutes les opérations avec LCP non dénouées dans le CDSX, le système de règlement exploité par la CDS. Une pénalité sera imposée si le vendeur de titres du GC dans le cadre d'une opération avec LCP n'a pas pris les mesures nécessaires pour veiller à ce que le règlement soit effectué à 16 h au plus tard ou, s'il y a lieu, à la fin de tout délai octroyé dans le CDSX le jour du règlement. Plus précisément, dans le cadre d'une telle opération, le vendeur se verrait imposer la pénalité si ses titres sont insuffisants pour permettre le règlement, ce qui ferait échouer l'opération.

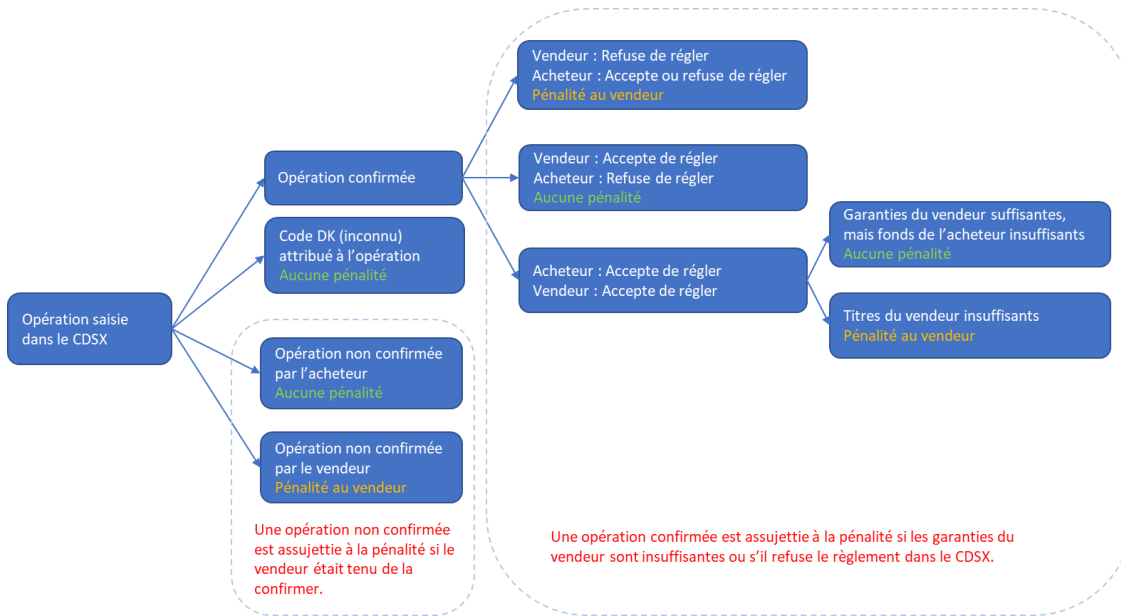
Selon les modalités proposées, la pénalité ne s'applique pas aux échecs de règlement attribuables à une insuffisance de fonds dans le compte de l'acheteur. Le Groupe d'orientation ne considère pas que ces échecs posent un problème important. Le manque d'incitations financières à procéder au règlement concerne davantage les garanties non fongibles que les fonds, qui sont fongibles. Cependant, la période d'essai permettra de suivre les

<sup>13</sup> La modification des règles et procédures de la CDS ferait l'objet d'une consultation publique distincte et devrait être approuvée par la Banque du Canada, l'Autorité des marchés financiers et les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et de la Colombie-Britannique.

échecs dus à une insuffisance de fonds et pourrait amener le groupe de gouvernance à apporter d'autres améliorations au cadre.

Le graphique 6 décrit la logique du CDSX qui permettrait de déterminer si un échec pouvant faire l'objet d'une pénalité a eu lieu.

Graphique 6 : Définition technique d'un échec de règlement dans le CDSX



## 4.2 Opérations avec livraison contre livraison (LCL) et livraison franco de paiement (LFP)

Au Canada, les prêts de titres sont majoritairement garantis par des titres<sup>14</sup>. Cela complique la détermination de la pénalité à imposer au moyen du processus de règlement standard du CDSX. Par exemple, un défaut de livraison d'un titre du GC dans le cadre d'une opération de prêt de titres peut survenir parce que la garantie entrante n'a pas été livrée par la contrepartie; il ne devrait donc pas entraîner de pénalité. Il serait toutefois très difficile d'établir la raison d'un échec de règlement, et c'est pourquoi le suivi centralisé des échecs dans le système de la CDS n'est pas possible pour les opérations avec LCL ou LFP.

Il est cependant possible qu'un défaut de livraison dans le cadre d'une opération avec LCP soit causé par l'échec d'une opération avec LCL ou LFP à recevoir. Cela peut se produire si, par exemple, un titre prêté est vendu et n'est pas récupéré à temps<sup>15</sup>. Dans cette situation, des accords de contrepartie existants permettraient d'adresser une réclamation bilatérale de pénalité à la contrepartie qui n'a pas effectué la LCL ou la LFP<sup>16</sup>. Une contrepartie qui compte sur une LCL ou une LFP pour procéder à une LCP pourrait ainsi répercuter la pénalité résultant de son défaut d'effectuer cette livraison parce qu'elle n'a pas reçu la LCL ou la LFP. La pénalité n'est pas destinée à être

<sup>14</sup> Le marché des prêts de titres du GC est vaste. Ces prêts avoisinent 120 milliards de dollars en tout temps et sont majoritairement garantis par des titres.

<sup>15</sup> Cependant, contrairement aux pratiques des marchés au comptant et des pensions, il n'est pas courant de prêter un titre qu'on n'a pas déjà en sa possession.

<sup>16</sup> Les documents existants qui permettraient de déposer une réclamation bilatérale comprennent les contrats-cadres de prêt de titres (comme les Global Master Securities Lending Agreements et les Master Securities Lending Agreements).

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 GC.

**Question 5 :** Le processus de réclamation bilatérale est-il adapté aux échecs de règlement d'opérations autres que celles avec livraison contre paiement? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 6 :** Y a-t-il des situations où la pénalité, telle qu'elle est proposée, ferait double emploi avec des pénalités financières déjà imposées – par un fournisseur d'infrastructure de marché, par exemple – en cas de défaut de livraison d'un titre du GC? Si oui, veuillez préciser.

### 4.3 Services fournis par la CDS

En plus d'appliquer la pénalité, la CDS publiera les taux d'échec quotidiens et fournira aux participants une piste d'audit complète de toutes les opérations sous-jacentes non dénouées. La piste d'audit comprendra les fichiers CSV quotidiens des échecs de règlement et de la pénalité connexe, ainsi qu'un fichier mensuel des montants nets. Cela aidera les participants – comme les agents prêteurs, les dépositaires et les courtiers privilégiés – à répercuter toute pénalité payée ou reçue à leurs clients, s'il y a lieu.

Fréquence	Fonction
Quotidienne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consigner l'information sur les échecs de règlement des opérations avec LCP pour tous les titres désignés</li> <li>• Diffuser les taux d'échec de règlement</li> </ul>
Mensuelle	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regrouper l'information pour créer une piste d'audit de toutes les opérations non dénouées à l'échelle du client ou du sous-compte</li> <li>• Fournir une piste d'audit lisible par machine en ventilant l'information par participant, date et rôle (livreur ou destinataire), y compris les renseignements sur les comptes des participants dont dispose la CDS et la pénalité exigible pour chaque opération             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ La piste d'audit comprend les fichiers CSV quotidiens des échecs de règlement et de la pénalité connexe, ainsi qu'un fichier mensuel des montants nets</li> <li>○ La piste d'audit permet aux dépositaires, aux agents prêteurs et aux courtiers privilégiés de transmettre la pénalité de la CDS et de l'attribuer à leurs clients</li> </ul> </li> <li>• Additionner les montants dus et exigibles, et passer les écritures nécessaires dans les grands livres de caisse de toutes les parties concernées</li> </ul>

Selon les estimations préliminaires, les coûts initiaux engagés par la CDS pour créer l'infrastructure de suivi et de facturation qui faciliterait l'instauration de la pénalité s'élèveraient à environ 500 000 dollars. Les charges d'exploitation annuelles totales assumées par la CDS pour administrer la pénalité s'établiraient autour de 100 000 dollars (ce qui exclut les coûts initiaux). Les charges d'exploitation annuelles et courantes seraient réparties entre les adhérents à la CDS qui participent activement au règlement de titres du GC.

**Question 7 :** L'information que la CDS fournira à ses adhérents est-elle suffisante? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 8 :** Est-ce que l'approche qui propose de répercuter la pénalité sur des parties autres que des participants directs à la CDS garantit des règles du jeu équitables sur le marché des titres du GC? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 9 :** Est-ce que les dépositaires ou autres fiduciaires ont besoin d'autres renseignements pour percevoir une pénalité ou la répercuter sur les clients? Si oui, veuillez préciser.

## 5. Période d'essai du cadre

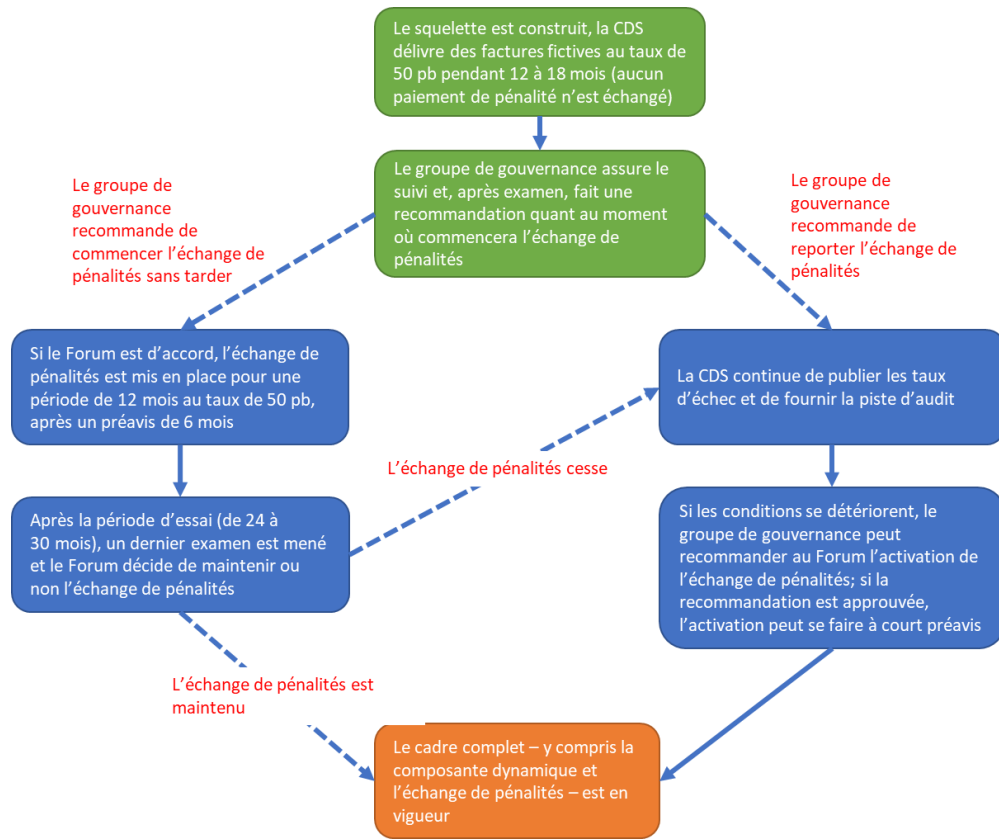
La pénalité a été calibrée pour atténuer toute possible incidence indésirable sur le fonctionnement du marché. Cependant, puisqu'il s'agit d'un changement structurel considérable sur le marché des titres du GC, une longue période de transition et d'essai est prévue avant que le Forum décide de maintenir ou non la pénalité de façon permanente.

### 5.1 Caractéristiques de la période d'essai

Le graphique 7 montre les différentes étapes et les points de prise de décision de la période d'essai jusqu'à la mise en place complète de la pénalité pour échec de règlement. Afin d'atténuer le risque d'une possible perturbation du marché, la composante dynamique n'est pas activée ni déclenchée durant la période d'essai. Pendant la première étape (d'une durée de 12 à 18 mois), la CDS remet à ses adhérents des fichiers CSV quotidiens des opérations non dénouées et un fichier mensuel montrant la pénalité nette payable ou recevable, calculée sur la base d'un taux de 50 pb. Elle fournit aussi une piste d'audit complète des opérations non dénouées et publie au quotidien les taux d'échec de règlement, par souci de transparence publique. Aucun paiement de pénalité n'est échangé entre les participants au marché à cette étape.

Le groupe de gouvernance assure le suivi et la résolution de tout problème potentiel imprévu survenant au cours de la première étape. Après un examen, il fait une recommandation au Forum relativement au moment où l'échange de pénalités devrait commencer, soit le début de la deuxième étape de la période d'essai, d'une durée de 12 mois. L'examen du groupe de gouvernance pourrait prendre en considération des facteurs comme les taux d'échec durant et après le passage au règlement le jour suivant (T+1), ainsi que les estimations des coûts de mise en place de systèmes que certains participants au marché pourraient devoir effectuer pour pouvoir répercuter la pénalité sur les clients, par exemple. Les participants au marché reçoivent un préavis d'au moins 6 mois avant le début de l'échange de pénalités, afin d'assurer leur préparation opérationnelle. Après la période d'essai, le groupe de gouvernance responsable de la surveillance du cadre évalue dans quelle mesure le marché s'est ajusté et fait une recommandation du Forum quant au maintien ou non de la pénalité de façon permanente. Si elle est maintenue, la composante dynamique et ses seuils sont mis en place.

Graphique 7 : Période d’essai du cadre

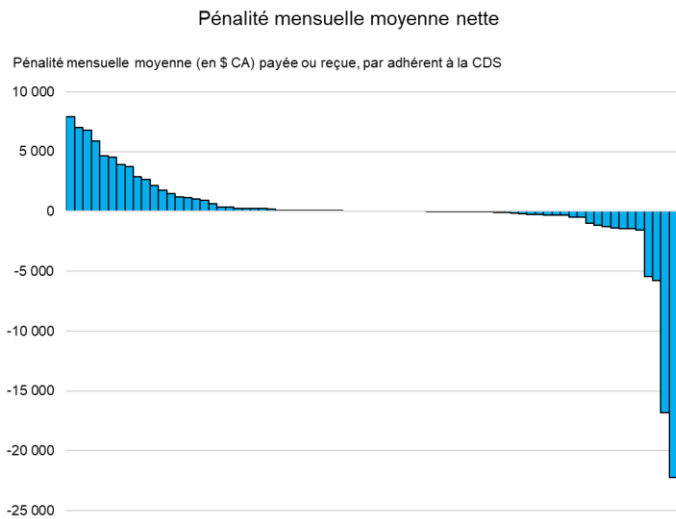


Si le groupe de gouvernance recommande de reporter le début de la deuxième étape (l’échange de pénalités), il continue de faire le suivi des échecs de règlement. **Si les conditions du marché se détériorent, l’échange de pénalités (y compris la composante dynamique) peut être activé pour de bon, avec l’accord du Forum, sous réserve d’un préavis minimal.** La CDS continue de publier les taux d’échec et de fournir une piste d’audit peu importe quand l’échange de pénalités commence, que ce soit durant ou après la période d’essai.

Pour illustrer l’ampleur approximative de la pénalité payée et reçue, le graphique 8 montre la distribution estimée du montant de la pénalité mensuelle moyenne nette pour tous les adhérents à la CDS, une estimation basée sur les échecs de règlement de janvier à août 2020. Chaque barre correspond à un adhérent (identificateur de l’unité du client); pour la vaste majorité d’entre eux, le montant payé ou reçu aurait été faible durant la période<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Ces estimations sont faites à l’échelle du participant direct à la CDS. Pour les participants qui agissent comme fiduciaire en offrant des services de garde, les estimations ne tiennent pas compte du fait que les montants versés et reçus pour différents clients pourraient ne pas être déduits.

Graphique 8 : Illustration du montant de la pénalité mensuelle moyenne



**Question 10** : Appuyez-vous la structure proposée de la période d’essai? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 11** : Êtes-vous d’accord avec un préavis de 6 mois avant la possible mise en place de l’échange de pénalités à la deuxième étape de la période d’essai? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

## 6. Considérations de gouvernance liées au cadre

Le calibrage de la pénalité tient compte d’un large éventail de scénarios, mais il pourrait quand même être nécessaire de modifier le cadre durant la période d’essai ou lors de toute éventuelle période d’échecs persistants. Pour cette raison, le Forum demeurerait responsable de la gouvernance du cadre régissant le fonctionnement du marché des titres du GC et de ses composantes. Un groupe de gouvernance distinct serait formé avant le début de la période d’essai de la pénalité. Il serait composé de diverses parties prenantes, notamment des représentants du côté vendeur, du côté acheteur et de l’infrastructure.

Les changements recommandés par le groupe de gouvernance devraient être approuvés par le Forum avant d’entrer en vigueur. Toute modification importante proposée pourrait aussi devoir faire l’objet de consultations ciblées ou publiques.

Le groupe de gouvernance aurait les responsabilités suivantes :

- Faire le suivi des échecs de règlement et des changements structurels du processus au règlement, évaluer, globalement, l’efficacité du cadre et recommander des changements, notamment aux paramètres de la pénalité, au besoin
- En consultation avec les participants au marché, surveiller les problèmes opérationnels et les conséquences pour le fonctionnement et la liquidité du marché, ainsi que la participation à celui-ci (surtout durant la période d’essai)
- Formuler une recommandation quant au maintien de la pénalité à l’issue de la période d’essai
- Tenir à jour les pratiques exemplaires et la documentation
- Effectuer des examens périodiques du cadre et fournir des mises à jour régulières au Forum

**Question 12** : Les considérations de gouvernance sont-elles appropriées? Si non, veuillez expliquer pourquoi.

**Question 13** : Le groupe de gouvernance devrait-il surveiller d'autres aspects de la pénalité ou du fonctionnement du marché? Si oui, veuillez préciser.