

Instauration d'un cadre à l'appui d'une pénalité en cas d'échec de règlement des opérations sur obligations du gouvernement du Canada et bons du Trésor

Résumé

En janvier 2020, le Forum canadien des titres à revenu fixe¹ a mis sur pied le Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, chargé d'élaborer un cadre pour soutenir le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada en contexte de bas taux d'intérêt². Ce cadre prévoit une pénalité en cas d'échec de règlement des opérations sur obligations du gouvernement du Canada et bons du Trésor. Une telle pénalité est nécessaire pour créer des incitations financières à régler rapidement les opérations, surtout quand les taux sont bas³. 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. Le cadre est sous la responsabilité d'un groupe de gouvernance relevant directement du Forum.

À l'heure actuelle, il n'y a pas de gros problèmes d'échecs de règlement sur le marché des titres du gouvernement du Canada. 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. Il reflète les commentaires recueillis par le Groupe d'orientation par l'intermédiaire de la consultation publique qu'il a menée sur le sujet en décembre 2022. Le présent document donne les grandes lignes du cadre définitif. Un résumé des commentaires recueillis et des réponses du Groupe d'orientation a été publié en parallèle, tout comme une foire aux questions sur l'instauration du cadre.

La pénalité en cas d'échec de règlement a été calibrée en fonction du marché des titres du gouvernement du Canada. Elle est établie à 50 points de base 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 augmente, l'incitation totale pouvant aller jusqu'à 150 points de base. Elle est

¹ 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.

² Pour des précisions sur le mandat du Groupe d'orientation, voir <https://www.banqueducanada.ca/2020/01/reunion-du-forum-29-janvier-2020>.

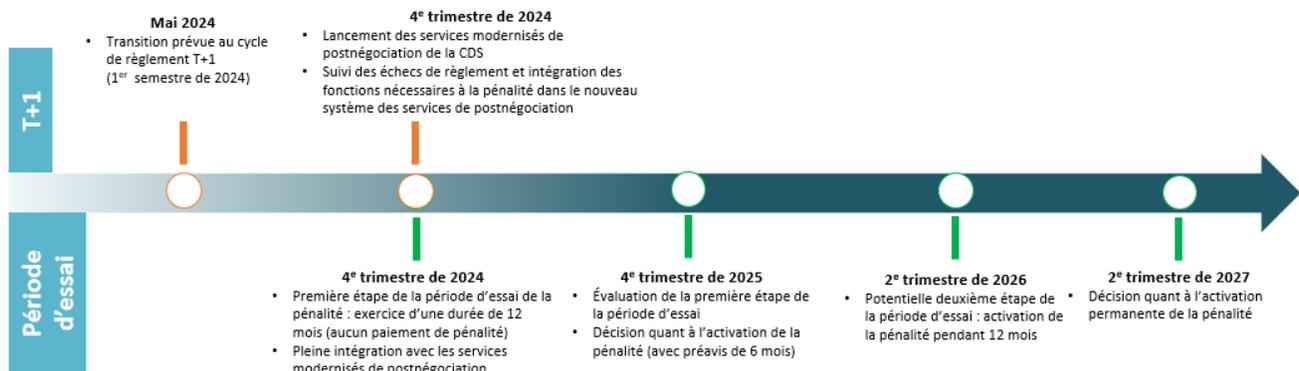
³ Une première version du plan directeur du cadre est accessible au <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2022/01/Groupe-dorientation-sur-le-fonctionnement-du-marche-des-titres-du-gouvernement-du-Canada.pdf>.

appliquée si les titres ne sont pas livrés à la date de règlement prévue. La pénalité ne vise pas directement les opérations avec livraison contre livraison ou livraison franco de paiement.

Avant qu'une décision définitive sur l'activation permanente de la pénalité soit prise, il y aura une période d'essai prolongée en deux étapes. Durant la première étape (d'un minimum de 18 mois), la CDS fera le suivi des échecs de règlement et fournira à ses adhérents une piste d'audit ainsi que le montant mensuel indicatif des pénalités qui auraient été payées. Elle publiera aussi les taux d'échec quotidiens par souci de transparence publique. Toutefois, aucune pénalité ne sera effectivement payée et le groupe de gouvernance sera à l'affût des éventuels problèmes d'instauration. Après 12 mois, le groupe de gouvernance mènera un examen et fera une recommandation au Forum relativement au moment où devrait commencer la deuxième étape de la période d'essai, durant laquelle la pénalité serait activée pour une durée de 12 mois. Les participants au marché recevront un préavis d'au moins six mois, ce qui leur permettra de se préparer sur le plan opérationnel. Ainsi, l'activation de la pénalité se fera au plus tôt 18 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 (activation de la pénalité), il continuera de suivre les échecs de règlement. Si les conditions du marché se détériorent, la pénalité (y compris la composante dynamique) pourrait être activée de façon permanente, avec l'approbation du Forum et sous réserve d'un préavis minimal. La CDS continuera de publier les taux d'échec et de fournir une piste d'audit peu importe le moment de l'activation permanente de la pénalité, que ce soit durant ou après la période d'essai.

L'échéancier provisoire ci-dessous montre les grands jalons proposés du projet. Les dates clés ont été choisies de façon à éviter autant que possible qu'elles chevauchent celles d'autres grands projets sectoriels, dont le passage au cycle de règlement à un jour (T+1) et la modernisation des services de postnégociation de la CDS. Le Forum pourrait revoir ces dates, par exemple si celles de ces autres projets changent ou si les constats des examens planifiés du groupe de gouvernance ont une incidence sur le calendrier.



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 gouvernement du Canada 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 jour⁴. 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 que le coût lié au défaut de livraison des titres pour leurs emprunts obligataires, 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 européenne⁵.

Des échecs de règlement se produisent tant pour les opérations au comptant que pour les opérations de pension sur titres du gouvernement du Canada, mais les taux d'échec se sont rarement maintenus à des niveaux élevés ces derniers temps, malgré les niveaux historiquement bas atteints par le taux du financement à un jour. Aucune hausse substantielle des échecs n'a été observée sur le marché des titres du gouvernement du Canada, 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 traduisent pas nécessairement par des taux d'échec élevés sur-le-champ. Cependant, la Banque du Canada a aussi soutenu le fonctionnement du marché durant cette période en fournissant tous les jours des titres du gouvernement du Canada provenant de son bilan. Des mesures de soutien à ce marché pourraient être encore nécessaires pour en assurer le bon fonctionnement au cours de futures périodes de taux d'intérêt bas, peut-être 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 n'a pas de titres à offrir aux emprunteurs⁶.

Le cadre a avant tout été conçu comme une police d'assurance permettant d'assurer le fonctionnement efficace du marché des titres du gouvernement du Canada 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 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 sur les marchés, la proposition du Groupe d'orientation est structurée de manière à ce que les participants au marché aient le temps d'observer le fonctionnement de la pénalité et d'y adapter 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 gouvernement du Canada, 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.

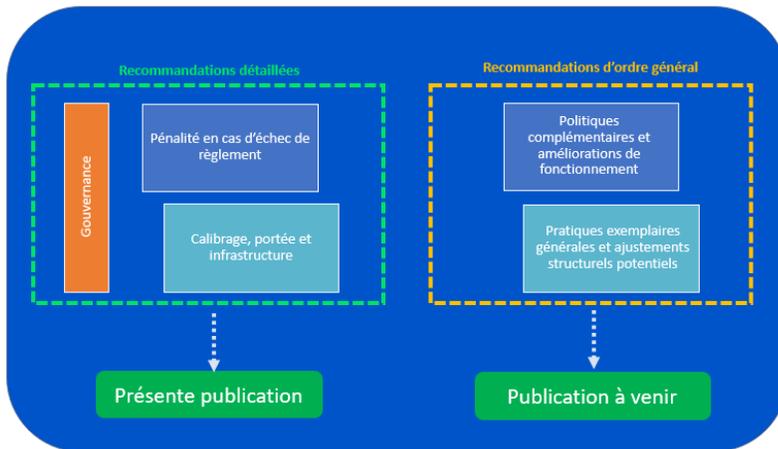
⁴ Le taux du financement à un jour représente le manque à gagner en intérêts qui aurait pu être touché sur les fonds reçus.

⁵ La mise en application de la procédure de rachat d'office établie dans le *Règlement concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres* a été reportée de trois ans.

⁶ Même si la Banque a indiqué qu'elle considère 25 points de base comme la valeur plancher du taux directeur durant la pandémie de COVID-19, elle n'exclut pas le recours à des taux directeurs négatifs.

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 gouvernement du Canada. Le présent document ne traite pas des pratiques exemplaires ni d'éventuels ajustements structurels, qui seront plutôt publiés sur la page Web du Forum une fois que le groupe de gouvernance les aura commentés et revus.



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
- 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 gouvernement du Canada 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 gouvernement du Canada ont eu tendance à être de plus courte durée, en général⁷. 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

⁷ Voir www.newyorkfed.org/tmpg (en anglais) 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.

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 trimestre⁸.

Afin de procurer une incitation financière qui favoriserait le règlement rapide des opérations sur titres du gouvernement du Canada, 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 se base sur une structure hybride : 1) un plancher statique et permanent de 50 points de base; 2) une composante dynamique conditionnelle qui ferait passer l'incitation à un maximum de 150 points de base au total si les échecs dépassaient un seuil de déclenchement prédéfini. Le Groupe d'orientation estime qu'un plancher de 50 points de base serait une valeur *de minimis* 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 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 :

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

$$\text{Pénalité à payer} = \frac{1}{365} * \text{pénalité} * P * t$$

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

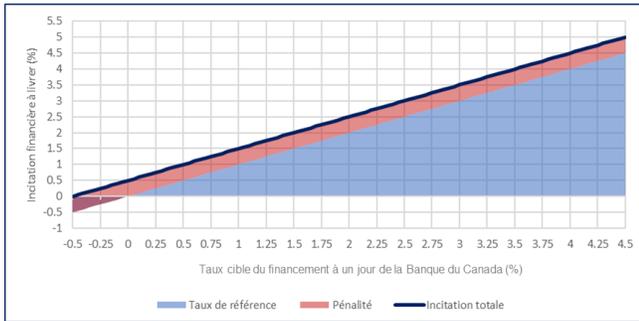
t = durée de l'échec (jours civils)

À titre d'illustration, les graphiques 2 et 3 présentent l'incitation financière totale à livrer offerte par le plancher et la composante dynamique, respectivement⁹. 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, particulièrement si les taux sont plus élevés. Cependant, l'incitation (le « taux de référence », en bleu) diminue lorsque les taux d'intérêt sont bas. La pénalité plancher fixe de 50 points de base vient s'ajouter à l'incitation à livrer dans tous les contextes de taux (graphique 2). Si la composante dynamique est déclenchée, cet ajout devient variable : la pénalité (en rose) augmente à mesure que le taux cible du financement à un jour de la Banque diminue, de manière à ce que l'incitation totale à livrer reste à 150 points de base (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 points de base en contexte de taux plus élevés.

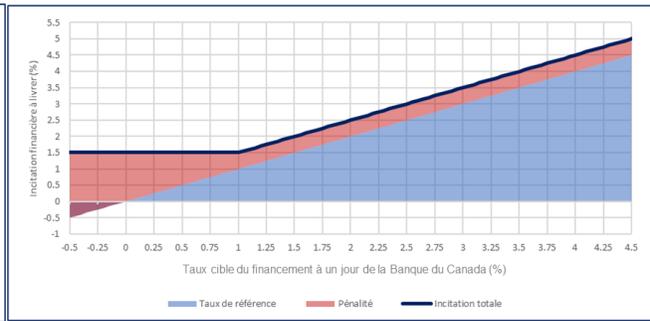
⁸ Les échecs étaient très concentrés : environ 50 % du volume d'échecs concernait deux émissions consécutives de titres de référence à cinq ans et une obligation à deux ans qui se négociaient nettement au rabais.

⁹ Le taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada est généralement modifié par tranches d'au moins 25 points de base. Par souci de simplicité, le taux de référence dans le graphique augmente par intervalles réguliers de cette taille.

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 payé chaque mois par les adhérents à la CDS qui négocient des titres du gouvernement du Canada. Autrement dit, 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 gouvernement du Canada 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 du 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 pour échec de règlement	$49,8 \text{ M\$} \times 0,50 \% \times (3/365) = 2\,046,58 \text{ \$}$	$49,8 \text{ M\$} \times 1,25 \% \times (3/365) = 5\,116,44 \text{ \$}$

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 gouvernement du Canada 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 %) ¹⁰.

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 gouvernement du Canada. Le taux d'échec quotidien est calculé comme suit : nombre d'opérations sur titres du gouvernement du Canada 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 qui avoisine les taux d'échec quotidiens maximaux observés au cours de la période d'analyse des données. Ainsi,

¹⁰ 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 points de base ou augmenter l'incitation totale procurée par la composante dynamique au-delà de 150 points de base offrirait une incitation supplémentaire à régler les opérations quand le taux cible de la Banque dépasse 1 %. De même, le groupe de gouvernance pourrait modifier cette composante si, après son activation, l'incitation totale de 150 points de base s'avère insuffisante lorsque ce taux est inférieur à 1 %.

l'activation n'est pas déclenchée par des pics quotidiens des taux d'échec qui reviennent rapidement à la normale par la suite.

Il y a aussi un seuil d'avertissement distinct, plus bas¹¹. 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 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 à l'égard des participants au marché, la CDS publiera les taux d'échec tous les jours.

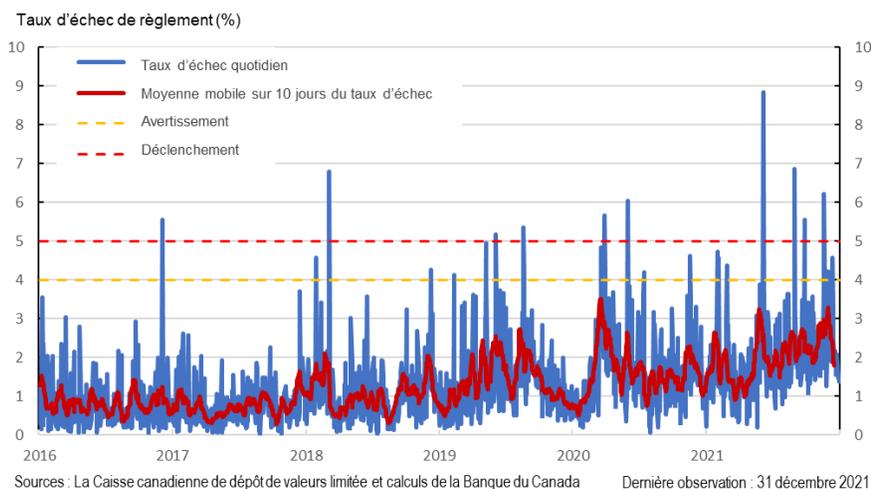
Seuil	Critère basé sur les taux d'échec combinés des opérations de pension et des opérations au comptant
Avertissement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec > 4 %
Déclenchement	Moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec > 5 %

À partir de données de 2016 à 2021, le graphique 4 montre les seuils indicatifs d'avertissement et de déclenchement de la composante dynamique, ainsi que la moyenne mobile sur dix jours des échecs. 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 points de base (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 de désactivation 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.

¹¹ 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



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 marché¹². C'est pourquoi le plancher 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 entre le taux général des pensions et le taux au rabais auquel sont négociés des titres spécifiques et très recherchés au sein du marché des titres du gouvernement du Canada. Cette analyse vise une période de cinq ans pour laquelle des données fiables existent¹³. Le graphique 5 montre que de 2016 à la mi-2017, l'écart hebdomadaire maximal observé était d'environ 50 points de base (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 points de base, même si on a observé des pics de 100 à 150 points de base. Un plancher de 50 points de base et une composante dynamique qui ferait monter la pénalité jusqu'à 150 points de base 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 points de base, alors que la composante dynamique conditionnelle offre plus de marge de négociation, au besoin.

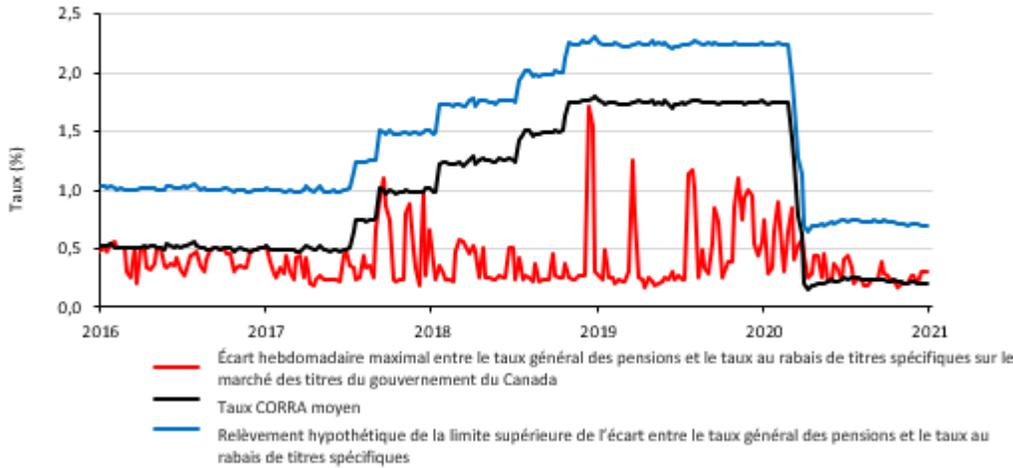
¹² Le TMPG a instauré un plancher permanent de 1 % en 2018 pour éviter le risque lié à l'activation et à la désactivation de la pénalité, alors que le taux cible des fonds fédéraux approchait de 3 %.

¹³ Les données sont tirées du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0).

Graphique 5 : Écart maximal entre le taux général des pensions et le taux au rabais de titres spécifiques

Écart hebdomadaire maximal entre le taux général des pensions et le taux au rabais de titres spécifiques 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

Pour qu'elle entre en vigueur, la pénalité sera 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 mensuelle¹⁴. La pénalité sera principalement appliquée par l'entremise de la CDS, laquelle rendra la pénalité visible au niveau 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 du Trésor, 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 gouvernement du Canada)	Réclamation bilatérale; le suivi centralisé des échecs est difficile
	Options et contrats à terme (livraison physique de titres du gouvernement du Canada)	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

¹⁴ 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.

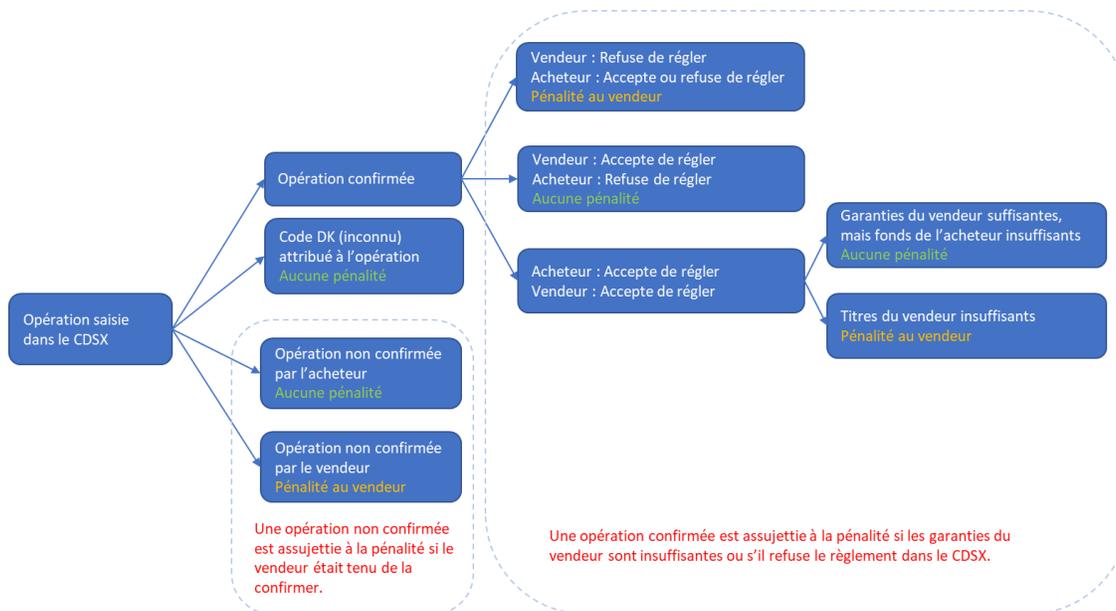
4.1 Opérations avec livraison contre paiement

La pénalité visera toutes les opérations avec livraison contre paiement non dénouées dans le CDSX, le système de règlement exploité par la CDS. Une pénalité sera imposée si le vendeur de titres du gouvernement du Canada dans le cadre d'une opération avec livraison contre paiement n'a pas pris les mesures nécessaires pour veiller à ce que le règlement soit effectué à l'échéance du processus de paiement du 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.

La pénalité ne s'applique pas aux échecs de règlement attribuables à une insuffisance de fonds dans le compte de l'acheteur, étant donné que le Groupe d'orientation a déterminé que ces échecs ne posaient pas un problème notable. 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 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 permettant 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



Considérations relatives aux opérations faisant l'objet d'une compensation bilatérale

Dans le cas des opérations bilatérales, la pénalité est déterminée à 19 h 30. Le but n'est pas d'encourager les règlements après le processus de paiement du CDSX (habituellement à 16 h) – qui peuvent poser un risque de règlement pour les mouvements de fonds non garantis qui en découlent – mais plutôt de ne pas interférer avec les règlements entre affiliés qui se produisent généralement après ce processus. Le groupe de gouvernance surveillera la prévalence des règlements faits après le processus de paiement du CDSX.

Considérations relatives aux opérations faisant l'objet d'une compensation centrale

Pour les transactions qui sont compensées de manière centralisée par l'intermédiaire de la CDCC, les échecs sont déterminés dans le CDSX à l'heure du processus de paiement (16 h). La méthode actuelle utilisée pour régler les opérations dont les garanties sont insuffisantes sert également à déterminer la pénalité. Plus précisément, la taille

de l'opération et sa priorité dans le temps sont prises en compte en premier, suivies des règlements partiels (par tranches minimales de 10 millions de dollars). La pénalité est appliquée au montant résiduel non réglé.

Considérations relatives aux opérations supprimées

Les initiateurs peuvent supprimer unilatéralement des opérations dans le CDSX. Aucune pénalité ne sera appliquée aux opérations supprimées. Cependant, les pratiques exemplaires indiqueront clairement qu'il n'est pas acceptable pour un déposant (dont les garanties sont insuffisantes) de supprimer une opération afin d'éviter d'en payer la pénalité de règlement et que les parties concernées devraient chercher à conclure un accord bilatéral avant de supprimer une opération.

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 titres¹⁵. Cela complique les choses pour cerner les échecs de règlement qui sont passibles d'une pénalité au moyen du processus de règlement standard du CDSX. Par exemple, un défaut de livraison d'un titre du gouvernement du Canada 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 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 livraison contre paiement 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 rappelé à temps¹⁶. 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 LFP¹⁷. Une contrepartie qui compte sur une LCL ou une LFP pour procéder à une livraison contre paiement 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 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.

Le Groupe d'orientation reconnaît que la procédure de réclamation bilatérale peut poser des défis particuliers. Par exemple, il peut y avoir désaccord sur le montant de la réclamation si un défaut de réception de faible envergure oblige la contrepartie lésée à ne pas livrer une tranche complète de 50 millions de dollars, soit la tranche de règlement standard dans le CDSX¹⁸. Ces questions seront renvoyées au groupe de gouvernance pour un examen plus approfondi et traitées dans les pratiques exemplaires liées au cadre.

¹⁵ Le marché des prêts de titres du gouvernement du Canada est vaste. Ces prêts avoisinent 120 milliards de dollars en tout temps et sont majoritairement garantis par des titres.

¹⁶ 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.

¹⁷ 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).

¹⁸ Un autre exemple d'opérations autres que celles avec livraison contre paiement est un transfert de marge. L'ISDA a mis au point des pratiques exemplaires pour les garanties d'opérations sur dérivés de gré à gré selon lesquelles la partie défaillante doit honorer la réclamation de l'autre partie si l'échec de marge a à son tour conduit à une réclamation des frais pour défaut du TMPG (voir <https://www.isda.org/a/RLDDE/2013-isda-best-practices-for-the-otc-derivatives-collateral-process-final.pdf>).

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 déposataires et les courtiers privilégiés – à répercuter toute pénalité payée ou reçue à leurs clients, s'il y a lieu. L'annexe 1 présente des exemples préliminaires de rapports, dont les principales caractéristiques sont résumées ci-dessous :

Fréquence	Fonction
Quotidienne	<ul style="list-style-type: none"> • Consigner l'information sur les échecs de règlement des opérations avec livraison contre paiement pour tous les titres désignés • Diffuser les taux d'échec de règlement
Mensuelle	<ul style="list-style-type: none"> • Regrouper l'information pour créer une piste d'audit de toutes les opérations non dénouées au niveau du client ou du sous-compte • 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 à verser ou à recevoir pour chaque opération <ul style="list-style-type: none"> ○ 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 ○ La piste d'audit permet aux déposataires, 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, et passer les écritures nécessaires dans les grands livres de caisse de toutes les parties concernées

La CDS réglera les différends relatifs aux erreurs d'écriture ou de facturation liées au non-paiement de la pénalité. Elle ne sera toutefois pas en mesure de régler les différends liés à des questions telles que l'attribution de la faute, par exemple, pour déterminer laquelle des contreparties est ultimement responsable de l'échec de règlement.

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 gouvernement du Canada.

5. Période d'essai du cadre

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

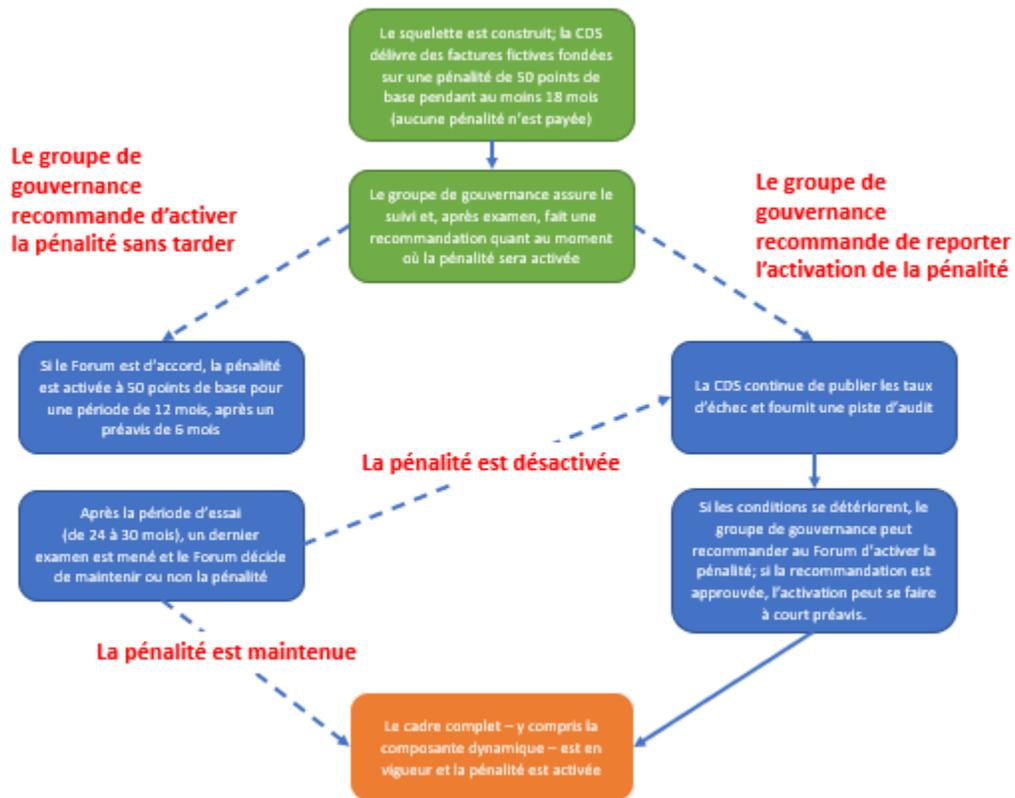
5.1 Caractéristiques de la période d'essai

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'un minimum de 18 mois), la CDS remet à ses adhérents des fichiers CSV quotidiens des opérations non dénouées et un fichier mensuel montrant la pénalité nette qui serait payable ou recevable, calculée sur la base d'un taux de 50 points de base. Elle fournit aussi une piste d'audit complète des opérations

non dénouées et publie les taux quotidiens d'échec de règlement, par souci de transparence publique. Aucune pénalité n'est payée par 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 la pénalité devrait être activée, 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 après le passage au règlement à un jour (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 six mois avant l'activation de la pénalité, afin d'assurer leur préparation opérationnelle. Après la période d'essai, le groupe de gouvernance 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

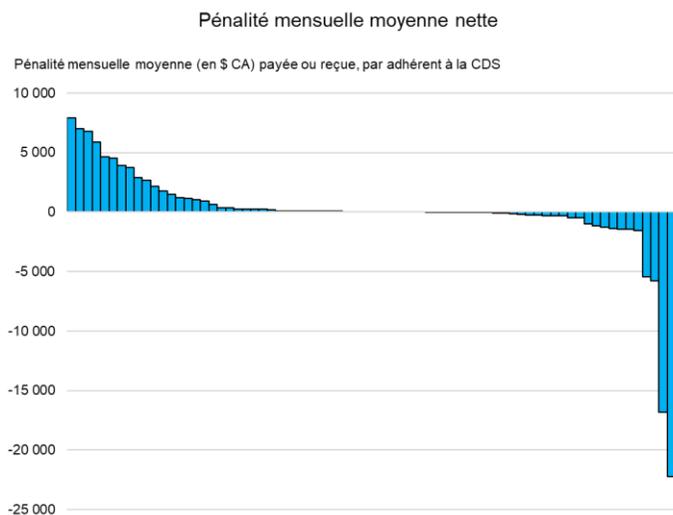


Si le groupe de gouvernance recommande de reporter le début de la deuxième étape (l'activation de la pénalité), il continue de faire le suivi des échecs de règlement. Si les conditions du marché se détériorent, la pénalité (y compris la composante dynamique) peut être activée pour de bon, avec l'accord 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 la pénalité est activée, 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 (soit un identificateur de

l'unité du client ou IDUC); pour la vaste majorité d'entre eux, le montant payé ou reçu aurait été faible durant cette période¹⁹.

Graphique 8 : Illustration du montant de la pénalité mensuelle moyenne



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 continuera d'assumer la responsabilité générale de la gouvernance du cadre régissant le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada et de ses composantes. Un groupe de gouvernance distinct sera formé avant le début de la période d'essai de la pénalité. Plus précisément, on propose que le Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché, qui vient d'être formé, assume les responsabilités liées à la gouvernance du cadre. Il sera 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 courantes suivantes :

- Faire le suivi des échecs de règlement et des changements structurels au processus de règlement, en plus d'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

¹⁹ Ces estimations sont faites au niveau de l'adhérent direct à la CDS. Pour les adhérents 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 se compenser.

- Tenir à jour les pratiques exemplaires et la documentation
- Effectuer des examens périodiques du cadre et fournir des mises à jour régulières au Forum

Avant toute activation potentielle de la pénalité, le groupe de gouvernance mettra également la dernière main aux pratiques exemplaires associées au cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Celles-ci comprendront des recommandations directement liées à la composante du cadre liée à la pénalité. Les prochains travaux du groupe de gouvernance pourraient porter sur les sujets suivants :

- l'élaboration de pratiques exemplaires pour les échecs de règlement partiels et les réclamations bilatérales
- la rédaction de lignes directrices pour le règlement bilatéral des différends
- l'examen des implications fiscales potentielles des pénalités versées à des entités non canadiennes

Annexe 1 : Spécifications préliminaires des rapports de la CDS

Layout of the Daily CSV File:

Attribute	Description
Ledger	Participant's Ledger
Name of Ledger	Name of Participant at CDS
Role	B = Buyer, S = Seller
Other-CUID	the counterparty to the trade
Transaction ID	CDSX generated transaction ID of the trade
ISIN	GoC's Issuer code = CA 1350Z7,13501Z,13506Z,13508Z,135087,13509Z
Trade Type	All trade types
Account	GA 000, SA 000
Net Amount	value of the trade (includes accrued interest) should be greater than \$0.00. Format of this field should be separated by comma at every change of 1000, and rounded to 2 decimal.
Currency	CAD or USD
Status	Trade status = "C" - Confirmed, "U" - Unconfirmed, "P" = Pending
Trade Date	Date when trade was executed
Value Date	Date of settlement
Rate	(25BPS/365), ability to adjust the rate and should not be hard coded
Fail Fee	Credit when role = B, debit when role = S. Format of this field should be separated by comma at every change of 1000, and rounded to 2 decimal.
SMTR INTL A/C	Internal Account data entered by the submitter of the trade
ACCPTR INTL A/C	Internal Account data entered by the acceptor of the trade

Sample Layout of File:

Daily File Extract for PTM20																
Ledger	Name of Ledger	Role	Other-C UID	Transaction ID	ISIN	Trade Type	Account	Net Amount	CUR	Status	Trade Date	Value Date	Fail Fee Rate	Fail Fee	SMTR INTL A/C	ACCPTR INTL A/C
PTM20	Post Trade Mod Inc	S	TATI	T202114 04521U	CA135087J397	C	GA	\$34,113,437.50	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	-\$467.31		
PTM20	Post Trade Mod Inc	S	TATI	T202114 054926	CA135087K940	C	GA	\$36,384,062.50	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	-\$498.41		
PTM20	Post Trade Mod Inc	B	TATI	T202114 07650E	CA135087J397	C	GA	\$54,000,887.67	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	\$739.74		
Daily File Extract for TAT01																
Ledger	Name of Ledger	Role	Other-C UID	Transaction ID	ISIN	Trade Type	Account	Net Amount	CUR	Status	Trade Date	Value Date	Fail Fee Rate	Fail Fee	SMTR INTL A/C	ACCPTR INTL A/C
TAT01	Totally Awesome Trio Ltd.	B	PTML	T202114 04521U	CA135087J397	C	GA	\$34,113,437.50	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	\$467.31		
TAT01	Totally Awesome Trio Ltd.	B	PTML	T202114 054926	CA135087K940	C	GA	\$36,384,062.50	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	\$498.41		
TAT01	Totally Awesome Trio Ltd.	S	PTML	T202114 07650E	CA135087J397	C	GA	\$54,000,887.67	CAD	C	20210520	20210525	0.0000137	-\$739.74		

Month-end Fail Fee File

In the evening of month-end the system will execute the following for each participant: Pull all records from the daily tables from day 1 of the month to the last day of the month, and group by counterparty, and sum all fail fees captured in the daily extract between the participant and the counterparty.

1. The month-end extract will be made available in a CSV format for participants to reconcile against the daily extract or internal records. The only difference between the daily file and the month-end file is that the month-end file will have subtotals by counterparty reported under the Month-end Fail Fee column.

Layout of Month-end Fail Fee File

Attribute	Description
Ledger	Participant's Ledger
Name of Ledger	Name of Participant at CDS
Role	B = Buyer, S = Seller
Other-CUID	the counterparty to the trade
Transaction ID	CDSX generated transaction ID of the trade
ISIN	GoC's Issuer code = CA 1350Z7,13501Z,13506Z,13508Z,135087,13509Z
Trade Type	All trade types
Account	GA 000, SA 000
Net Amount	value of the trade. Format of this field should be separated by comma at every change of 1000, and rounded to 2 decimal.
Currency	CAD or USD
Status	Trade status = "C" - Confirmed, "U" - Unconfirmed, "P" - Pending
Trade Date	Date when trade was executed
Value Date	Date of settlement
Benchmark Rate	As captured in the daily CSV file
Fail Fee	Fee applied the next day to participants, credit when role = B, debit when role = S. Format of this field should be separated by comma at every change of 1000, and rounded to 2 decimal.
SMTR INTL A/C	Internal Account data entered by the submitter of the trade
ACCPTR INTL A/C	Internal Account data entered by the acceptor of the trade
Month-end Fail Fee	Subtotal by Counterparty

