

## Synthèse des commentaires reçus lors de la consultation publique et réponses du Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

---

**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.**

Commentaires	Réponses
<b>De manière générale, les répondants appuient la mise en place d'une pénalité. L'un d'eux a dit craindre que la pénalité nuise au fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.</b>	<b>Aucun changement.</b> La pénalité en cas d'échec de règlement a été soigneusement calibrée pour être adaptée au marché canadien. Le calibrage et la longue période d'essai visent à s'assurer que le cadre fonctionne comme prévu et reste flexible au cas où l'évolution des conditions du marché justifierait des ajustements. Le groupe de gouvernance veillera à ce qu'il n'y ait pas de conséquences indésirables et recommandera des modifications au besoin. Il convient également de noter que le taux du financement à un jour en vigueur, qui reflète le coût lié au défaut de livraison des titres, n'a pas eu d'incidence sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.
<b>Un répondant a proposé de demander les commentaires d'investisseurs internationaux.</b>	<b>Changement apporté.</b> Le Groupe d'orientation effectuera d'autres activités de consultation limitées. Notons que la consultation sur la pénalité en cas d'échec de règlement était publique et qu'elle a en plus été mentionnée lors de conversations bilatérales, notamment avec des investisseurs internationaux actifs sur le marché des titres du gouvernement du Canada.

**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.**

Commentaires	Réponses
<b>Dans l'ensemble, les répondants considèrent que les paramètres sont adaptés.</b>	<b>S. O.</b>
<b>Un répondant a suggéré d'utiliser une plus longue période pour le calibrage.</b>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Les données sur les échecs de règlement ne remontent pas plus loin qu'octobre 2014. Les niveaux des échecs de règlement de 2015 sont généralement supérieurs à ceux de 2016-2017, mais il est peu probable que leur inclusion influe sur le calibrage de manière significative. Le fait que la période d'essai commencera après le passage au cycle de règlement à un jour (T+1) permettra également de vérifier l'adéquation du calibrage des différents paramètres dans ce cycle de règlement.</p>
<b>Un répondant a proposé d'utiliser un montant uniforme pour la pénalité, qui pourrait éventuellement être adapté en fonction de l'écart entre le taux général des pensions et le taux au rabais auquel sont négociés des titres spécifiques et très recherchés. Un autre a suggéré une pénalité fixe à un taux minoré d'un certain écart par rapport au taux CORRA.</b>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Le plancher de 50 points de base est un plancher fixe. Si la composante dynamique était activée, la pénalité ne changerait alors qu'occasionnellement, lorsque la Banque modifie le taux cible du financement à un jour. Le Groupe d'orientation avait envisagé d'autres paramètres. Le calibrage choisi établit un équilibre entre la simplicité du plancher de 50 points de base et le besoin potentiel d'une pénalité plus importante, qui serait procurée par la composante dynamique si les conditions du marché le justifiaient. Faire varier la pénalité en fonction de l'écart entre le taux général des pensions et le taux au rabais de titres spécifiques et très recherchés ou en fonction du taux CORRA compliquerait les choses et rendrait la pénalité plus volatile et moins transparente pour les participants au marché.</p>

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

Commentaires	Réponses
Les répondants considèrent que des paiements mensuels sont appropriés.	S. O.

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

Commentaires	Réponses
Les répondants considèrent généralement que la communication d'avertissements et d'avis d'activation est appropriée. L'un d'eux a suggéré que la Banque publie quotidiennement la moyenne mobile sur 10 jours du taux d'échec sur son site Web.	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Conformément au cadre, les données quotidiennes relatives aux échecs et la moyenne mobile seront rendues publiques. Le canal de diffusion sera établi avant le début de la phase d'essai.</p>
Deux répondants ont indiqué que la communication proposée pour la composante dynamique pourrait être lourde, et que cela pourrait être évité avec une pénalité fixe.	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>La pénalité a été calibrée de manière à être fixée à 50 points de base, à moins que la composante dynamique ne soit déclenchée dans les moments rares de fortes tensions. Dans ce cas, le groupe de gouvernance surveillerait l'activation de la composante dynamique et pourrait ajuster le cadre en fonction des enseignements tirés.</p>
Un répondant craint que les seuils – tels qu'ils ont été calibrés – ne soient pas appropriés avec un cycle de règlement à un jour (T+1).	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Tel que le cadre a été conçu, la pénalité en cas d'échec de règlement serait mise en place aux fins de suivi à la première étape de la phase d'essai, après le passage au règlement à un jour (T+1). Aucun paiement de pénalité ne serait imposé à cette étape, et le groupe de gouvernance surveillerait comment la transition se passe sur le marché. Cela permettrait également de vérifier l'adéquation du calibrage dans ce cycle de règlement. Au besoin, des modifications pourraient être apportées au cadre avant l'activation de la pénalité à la deuxième étape de la période d'essai.</p>

**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.**

Commentaires	Réponses
<p><b>De manière générale, les répondants considèrent que le processus de réclamation bilatérale est adapté. Trois d'entre eux ont souligné que ce processus pourrait entraîner un fardeau administratif.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>En raison de la nature des opérations avec livraison contre paiement, il n'est pas possible de simplifier davantage ou de centraliser le processus de réclamation bilatérale.</p>
<p><b>Deux répondants ont demandé plus de détails sur le processus de réclamation bilatérale, par exemple s'il y a des exclusions (comme les transferts de marge), comment les défauts partiels devraient être traités, et s'il y aurait une échéance pour les réclamations.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>La version définitive du cadre énoncera plus clairement certaines exclusions prévues et proposera des pratiques similaires à celles suggérées par l'ISDA pour traiter la pénalité imposée par le Treasury Market Practices Group (TMPG).</p> <p>Le groupe de gouvernance se penchera ensuite sur le traitement des défauts partiels dans le cadre du processus de réclamation bilatérale proposé et formulera une recommandation sur les pratiques exemplaires.</p>
<p><b>Un répondant a demandé si certains pourraient abuser de la suppression des instructions relatives aux opérations pour éviter de payer la pénalité, et si les règlements après le processus de paiement du CDSX seraient toujours assujettis à la pénalité.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>La pénalité n'est pas un incitatif à régler les opérations après l'heure limite de 16 h du CDSX, car cela peut introduire un risque de règlement pour tout mouvement de fonds non garantis qui en résulterait. Cependant, certains règlements entre apparentés se produisent fréquemment après le processus de paiement. Pour ne pas y nuire, le règlement des opérations sans compensation centralisée ne sera considéré en échec que s'il n'est pas fait avant 19 h 30.</p> <p>Le groupe de gouvernance surveillera la fréquence des règlements effectués après le processus de paiement du CDSX. Il surveillera également les initiateurs qui abusent de leur capacité à supprimer unilatéralement des instructions de règlement dans le CDSX. Les pratiques exemplaires feront mention de la suppression des instructions de règlement.</p>
<p><b>Un répondant a demandé plus de précisions sur les coûts qui peuvent être répercutés.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>L'intention est que la pénalité soit répercutée sur la partie ultime responsable de l'échec de règlement. Il est recommandé que les adhérents directs de la CDS respectent cette intention pour la répercussion de la pénalité, sous réserve des</p>

	<p>conventions bilatérales entre l’adhérent direct et son client.</p> <p>Comme mentionné précédemment, le groupe de gouvernance se penchera sur le traitement des défauts partiels et recommandera des pratiques exemplaires.</p>
<p><b>Un répondant a demandé plus de détails sur un mécanisme potentiel de règlement des différends.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>La CDS réglera les différends liés à toute erreur d’écriture dans l’administration de la pénalité. Il n’y a pas de mécanisme officiel de règlement des différends pour les problèmes autres que les erreurs administratives ou d’écriture, puisque de tels différends seraient entre les contreparties et non avec la CDS. Les pratiques exemplaires comprendront un libellé semblable à celui du Treasury Market Practices Group, qui s’attend à ce que les participants au marché « traitent les différends relatifs aux réclamations de façon bilatérale et de bonne foi ».</p>

**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 gouvernement du Canada? Si oui, veuillez préciser.**

<b>Commentaires</b>	<b>Réponses</b>
<p><b>De manière générale, les répondants ne considèrent pas que la pénalité ferait double emploi avec des pénalités déjà imposées.</b></p>	<p><b>S. O.</b></p>
<p><b>Un répondant a fait remarquer qu’il existait d’autres coûts, liés par exemple aux exigences de fonds propres ou à l’atteinte à la réputation.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>La pénalité vise à répondre à un manque d’incitations financières à régler rapidement les opérations quand les taux sont bas, une situation qui n’est pas suffisamment prise en compte dans d’autres mesures existantes.</p>
<p><b>Deux répondants ont souligné qu’un échec pouvait également conduire à un découvert pour un achat simultané.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>Les pratiques exemplaires qui accompagneront le cadre prévoiront un libellé visant à décourager les abus, comme se mettre délibérément en situation de défaut pour conduire au paiement de la pénalité ou à un découvert. Ces pratiques exemplaires seraient applicables même si la pénalité n’était pas mise en place.</p>

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

Commentaires	Réponses
<p><b>Dans l'ensemble, les adhérents considèrent que l'information est suffisante d'après les descriptions fournies, mais ils trouveraient utile d'avoir plus de précisions.</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>La version définitive du cadre qui sera publiée comprendra plus de détails sur les rapports de la CDS. Ces rapports pourront éventuellement être améliorés au cours de la phase d'essai, en fonction des commentaires des participants du secteur.</p>

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

Commentaires	Réponses
<p><b>Les répondants considèrent généralement que cette approche est appropriée.</b></p>	<p>S. O.</p>
<p><b>Deux répondants ont souligné que les adhérents directs de la CDS ont un meilleur regard sur les règlements que les non-adhérents (clients), ce qui leur permettrait de réduire plus facilement leur exposition à la pénalité.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>La répercussion de la pénalité sur les clients serait une décision opérationnelle de l'adhérent direct. La piste d'audit fournie par la CDS devrait être suffisamment détaillée pour permettre l'affectation appropriée de la pénalité (à payer ou à recevoir) aux clients.</p> <p>Si la pénalité est activée, le groupe de gouvernance consultera le secteur afin d'évaluer si elle est répercutée de façon inégale et si cela pose un problème.</p>
<p><b>Un répondant a fait valoir que si la répercussion de la pénalité n'est pas régie par le dépositaire, les incitations financières ne seront pas les mêmes pour tous.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>La CDS attribuera uniquement les frais ou les débours relatifs à la pénalité aux adhérents directs (IDUC) et non aux sous-comptes individuels. Mais elle fournira aux adhérents une piste d'audit détaillée de l'échec de règlement sous-jacent. Les pratiques exemplaires établiront les attentes quant à la répercussion uniforme de la pénalité.</p>
<p><b>Selon un répondant, le fait de répartir les charges d'exploitation assumées par la CDS pour administrer la pénalité de manière égale entre les adhérents entraîne un coût disproportionnellement plus élevé pour les petits adhérents.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Les charges d'exploitation assumées par la CDS pour administrer la pénalité seront réparties de manière égale entre les adhérents qui négocient des titres du gouvernement du Canada. On ne s'attend pas à ce que ces coûts soient significatifs.</p>

**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.**

Commentaires	Réponses
Deux répondants ont indiqué qu'un modèle et des renseignements normalisés seraient utiles.	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>Comme indiqué dans la réponse à la question 7, les rapports seront parachevés avant le début de la phase d'essai et pourront également être ajustés durant cette phase en fonction des commentaires des participants du secteur.</p>

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

Commentaires	Réponses
Dans l'ensemble, les répondants estiment que la structure de la période d'essai est appropriée. L'un d'eux a demandé des dates plus concrètes.	<p><b>Changement apporté.</b></p> <p>Le calendrier a été mis à jour pour mieux tenir compte d'autres projets du secteur, dont le passage au cycle de règlement à un jour (T+1) et la modernisation des services de postnégociation de la CDS.</p>

**Question 11 : Êtes-vous d'accord avec un préavis de 6 mois avant la possible activation de la pénalité à la deuxième étape de la période d'essai? Si non, veuillez expliquer pourquoi.**

Commentaires	Réponses
Dans l'ensemble, les répondants conviennent qu'un préavis de six mois est approprié.	S. O.

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

Commentaires	Réponses
De manière générale, les répondants estiment que les considérations de gouvernance sont appropriées. Un répondant a demandé plus de précisions sur le mandat et la composition du comité.	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>On propose que la gouvernance du cadre soit confiée au Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché qui sera bientôt mis sur pied.</p> <p>Ce groupe consultatif relèvera du Forum canadien des titres à revenu fixe et il aura pour mandat</p>

	général de promouvoir l'efficacité opérationnelle sur les marchés canadiens des garanties et du financement par titres en coordonnant les activités du secteur.
<b>Un membre a demandé plus de précisions sur la manière dont les échecs de règlement du côté de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) seront traités.</b>	<b>Changement apporté.</b> Le cadre définitif fournira plus de détails sur les échecs de règlement du côté de la CDCC. En résumé, ces échecs de règlement et tous les frais connexes seront évalués à l'échéance du processus de paiement du CDSX. Les échecs de règlement et tous les frais connexes seront attribués aux participants en fonction des procédures existantes et de l'ordre de priorité des règlements lorsqu'une garantie insuffisante est livrée à la CDCC.

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

<b>Commentaires</b>	<b>Réponses</b>
<b>Un répondant a demandé une analyse plus approfondie de l'incidence de la pénalité sur le taux CORRA, la liquidité et les différents types de participants au marché. Il a également suggéré d'appliquer la pénalité uniquement aux échecs de 30 jours ou plus.</b>	<b>Aucun changement.</b> La période d'essai est conçue pour assurer la transparence quant à la pénalité avant que celle-ci ne soit activée. Le Groupe d'orientation avait envisagé d'appliquer la pénalité uniquement aux échecs de 30 jours ou plus, mais n'a finalement pas donné suite à cette idée.
<b>Un répondant a suggéré que le groupe de gouvernance fournisse des données sur les échecs de règlement, comme la taille de l'échec, le type de garantie, le type de partie défaillante, etc.</b>	<b>Changement apporté.</b> Le groupe de gouvernance surveillera les caractéristiques des échecs et fournira des mises à jour au Forum canadien des titres à revenu fixe. Les grandes conclusions pourraient être rendues publiques.
<b>Un autre répondant a suggéré que le groupe de gouvernance surveille les répercussions sur l'écart entre le taux général des pensions et le taux au rabais auquel sont négociés des titres spécifiques et très recherchés pour chaque ISIN.</b>	<b>Changement apporté.</b> Le groupe de gouvernance s'intéressera de près à cet écart.



**Question 14 : Autres commentaires**

Commentaires	Réponses
<p><b>Quelques répondants ont demandé au groupe de se pencher sur la possibilité d’adopter les livraisons franco de paiement à l’avenir.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Il serait très difficile d’imputer une pénalité par l’intermédiaire d’un mécanisme centralisé de la CDS en raison des problèmes particuliers que posent les livraisons franco de paiement. Cependant, dans le cadre proposé actuellement, les participants au marché seraient en mesure d’adresser une réclamation bilatérale de pénalité si l’échec de règlement d’une opération avec livraison franco de paiement mène à l’échec de règlement d’une opération avec livraison contre livraison entraînant une pénalité. Le groupe de gouvernance élaborera les pratiques exemplaires pour ces types d’échecs.</p>
<p><b>Un répondant a remis en question la nécessité d’un plancher permanent de 50 points de base.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>Comme indiqué dans le cadre, il y aura au cours de la période d’essai des moments prévus pour décider si la pénalité doit être activée et, le cas échéant, si elle doit le demeurer. Les leçons de la période d’essai orienteront les décisions à ce chapitre.</p> <p>Le Groupe d’orientation a discuté d’un dispositif de désactivation dans le cadre de ses délibérations, mais a conclu que la gouvernance d’un tel dispositif constituerait un fardeau. L’expérience d’autres économies semble indiquer qu’il n’est pas désirable d’activer et de désactiver la pénalité. Le groupe de gouvernance fera néanmoins des recommandations adaptées au marché canadien.</p>
<p><b>Deux membres ont soulevé l’hypothèse que la pénalité puisse inciter de grands détenteurs d’obligations à refuser d’en faire la livraison afin de soutenir la pénalité de leurs contreparties.</b></p>	<p><b>Aucun changement.</b></p> <p>En principe, en l’absence d’une pénalité en cas d’échec, il est possible de thésauriser (accumuler) des titres pour profiter d’un écart entre le taux général des pensions et le taux au rabais auquel sont négociés des titres spécifiques et très recherchés. Pourtant, nous n’observons pas cette pratique dans le contexte des taux d’intérêt élevés actuels. Cette pratique est d’ailleurs découragée par diverses règles, dont la Règle 2800 de l’OCRCVM à l’intention des courtiers membres.</p>
<p><b>Un répondant a fait valoir que la pénalité pourrait nuire à l’innovation sur le marché des</b></p>	<p><b>Changement apporté.</b></p>

**titres du gouvernement du Canada et détourner des ressources qui seraient autrement consacrées aux activités essentielles ou à des projets comme le passage au cycle de règlement à un jour (T+1).**

Le Groupe d'orientation a ajusté le calendrier de la période d'essai pour minimiser le chevauchement avec d'autres projets prioritaires. Comme la pénalité est administrée par un seul dépositaire, on s'attend à ce qu'il soit bien plus facile d'en assurer la transparence et la répercussion que dans les économies où il y a de multiples dépositaires. La pénalité devrait également encourager les participants au marché à rendre leur processus de règlement aussi efficace que possible.