

7.

Bourses, chambres de compensation, organismes d'autoréglementation et autres entités réglementées

- 7.1 Avis et communiqués
 - 7.2 Réglementation de l'Autorité
 - 7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées
 - 7.4 Autres consultations
 - 7.5 Autres décisions
-

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Cadre de surveillance des structures de marché

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie ci-dessous une version du *Cadre de surveillance des structures de marché* (le « cadre »). Le cadre décrit l'approche préconisée par l'Autorité pour exercer son mandat de surveillance des structures de marché qui exercent leurs activités au Québec et qui sont régies par les lois suivantes :

- *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, RLRQ, c. E-6.1;
- *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1;
- *Loi sur les instruments dérivés*, RLRQ, c. I-14.01.

L'Autorité assure notamment l'encadrement des activités des bourses et des marchés, des chambres de compensation, des organismes d'autoréglementation¹, des fonds de garantie et des autres entités que l'Autorité a reconnus, désignés, autorisés ou dispensés aux fins d'exercer leurs activités au Québec en matière de valeurs mobilières ou d'instruments dérivés.

Veillez noter qu'une copie du cadre est également accessible sur le site Web de l'Autorité au www.lautorite.qc.ca, dans la section « Professionnels », sous l'onglet « Structures de marché », à la rubrique « Cadre de surveillance ».

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Monsieur Claude Gatien
Conseiller initiative stratégique
Direction principale de l'encadrement des activités de marché et des dérivés
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4341
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4341
Courrier électronique : claud.gatien@lautorite.qc.ca

Madame Lucie Prince
Analyste
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0337, poste 2614
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 2614
Courrier électronique : lucie.prince@lautorite.qc.ca

Le 4 février 2021

¹ À l'exception des organismes d'autoréglementation que sont la Chambre de la sécurité financière et la Chambre de l'assurance de dommages.

The background of the page is a complex financial chart. It features a grid of horizontal and vertical lines. Overlaid on this grid are several data series: a prominent white line graph with an upward-pointing arrow, a series of white candlesticks, and a series of white vertical bars. A yellow banner is positioned at the bottom left of the chart area, containing the year "2021".

2021

Cadre de surveillance des structures de marché

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	3
PRINCIPALES STRUCTURES DE MARCHÉ ENCADRÉES.....	4
PRINCIPES DIRECTEURS	6
APERÇU DU CADRE DE SURVEILLANCE	7
Phase A Profil de risque	8
Étape 1 – Déterminer les activités fondamentales et les activités d'intérêt ainsi que les risques inhérents	9
Étape 2 – Évaluer les risques inhérents aux activités fondamentales et aux activités d'intérêt	9
Étape 3 – Évaluer la gestion opérationnelle et la qualité des fonctions de contrôle.....	10
Étape 4 – Évaluer le risque net d'une activité fondamentale et d'une activité d'intérêt ainsi que le risque net ajusté	11
Étape 5 – Analyser la viabilité financière	11
Étape 6 – Profil de risque	11
Phase B Plan de surveillance	12
Phase C Les travaux de surveillance	12
Étape 1 – Collecter l'information et l'analyser	12
Étape 2 – Communiquer les résultats des travaux d'inspection	13
Étape 3 – Suivi des plans d'action découlant des constatations du rapport d'inspection	15
ANNEXE 1 – LES CATÉGORIES DE RISQUES	16

Dépôt légal – Bibliothèque et Archives nationales du Québec, 2021

ISBN 978-2-550-88377-7 (PDF)

INTRODUCTION

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») est l'organisme mandaté par le gouvernement du Québec pour encadrer le secteur financier québécois et prêter assistance aux consommateurs de produits et services financiers, notamment dans les domaines des assurances, des valeurs mobilières, des instruments dérivés, des institutions de dépôts – à l'exception des banques –, de la distribution de produits et services financiers et du courtage hypothécaire.

Aux termes de sa loi constitutive¹, la mission de l'Autorité consiste entre autres à :

« Assurer l'encadrement des activités de bourse et de compensation et l'encadrement des marchés de valeurs mobilières en administrant notamment les contrôles prévus à la loi relativement à l'accès au marché public des capitaux, en veillant à ce que les émetteurs et les autres intervenants du secteur financier se conforment aux obligations qui leur sont applicables et en prenant toute mesure prévue à la loi à ces fins »;

« Assurer l'encadrement des marchés de dérivés, notamment des bourses et des chambres de compensation de dérivés, en veillant à ce que les entités réglementées et les autres intervenants aux marchés de dérivés se conforment aux obligations prévues par la loi ».

Au sein de l'Autorité, la Surintendance des marchés de valeurs assure l'encadrement des marchés de valeurs mobilières et d'instruments dérivés en veillant notamment au respect de la législation et de la réglementation applicables.

Plus précisément, l'Autorité assure notamment l'encadrement des activités des bourses et des marchés, des chambres de compensation, des organismes d'autoréglementation², des fonds de garantie et des autres entités que l'Autorité a reconnus, désignés, autorisés ou dispensés aux fins d'exercer leurs activités au Québec en matière de valeurs mobilières ou d'instruments dérivés³.

À cette fin, l'Autorité effectue la surveillance continue de ces structures de marché, ce qui comprend notamment des inspections régulières de leurs activités et l'examen de leurs règles et des modifications à celles-ci. Ce travail d'encadrement s'effectue, dans la plupart des cas, conjointement avec les partenaires de l'Autorité au sein des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et, dans certains cas, la Banque du Canada.

Le présent cadre de surveillance (le « cadre ») décrit l'approche préconisée par l'Autorité pour exercer son mandat de surveillance des structures de marché.

L'approche de surveillance établie dans le cadre est guidée par les principes et les orientations publiés par différents organismes internationaux⁴ à l'intention des autorités de réglementation et de surveillance. Notons à cet effet que l'Autorité joue un rôle actif au sein des principaux forums de régulateurs en ce qui concerne les meilleures pratiques d'encadrement, et ce, sur les scènes nationale et internationale. Cette participation permet notamment à l'Autorité d'actualiser et de maintenir à jour son approche de surveillance.

¹ Loi sur l'encadrement du secteur financier, RLRQ, c. E-6.1.

² À l'exception des organismes d'autoréglementation que sont la Chambre de la sécurité financière et la Chambre de l'assurance de dommages.

³ Voir le tableau « Principales structures de marché encadrées » en page 4.

⁴ Conseil de stabilité financière, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Comité sur les paiements et les infrastructures de marché, Organisation internationale des commissions de valeurs.

PRINCIPALES STRUCTURES DE MARCHÉ ENCADRÉES

Agence de notation	Émet une notation, c'est-à-dire une note qui reflète une évaluation de la qualité du crédit d'un émetteur comme entité ou à l'égard de valeurs mobilières déterminées ou d'un portefeuille déterminé de valeurs mobilières ou d'actifs. Cette notation est rendue publique ou diffusée par abonnement.
Agence de traitement de l'information	Assure la collecte, le traitement, la diffusion et la publication des informations sur les ordres et les opérations sur titres cotés.
Bourse	Établit, tient ou offre un marché ou un mécanisme permettant aux acheteurs et aux vendeurs de titres de se rencontrer, réunit les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs de titres et utilise des méthodes éprouvées, non discrétionnaires, selon lesquelles les ordres interagissent, et les acheteurs et les vendeurs qui passent des ordres s'entendent sur les conditions d'une opération. Elle fournit, d'une part, une fonction d'inscription à la cote et, d'autre part, directement ou par l'entremise d'un ou de plusieurs participants au marché, la garantie d'opérations dans les deux sens sur un titre sur une base continue ou raisonnablement continue, établit des règles régissant la conduite des participants au marché et sanctionne les participants au marché.
Chambre de compensation	<p>Est responsable de la compensation et du règlement des opérations sur titres et agit à titre de contrepartie centrale pour les opérations réalisées entre les participants au marché.</p> <p>Contrepartie centrale</p> <p>S'interpose entre les contreparties à des opérations sur titres ou sur dérivés négociés sur un ou plusieurs marchés financiers en intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de tout vendeur, de vendeur vis-à-vis de tout acheteur ou de contrepartie vis-à-vis de toutes les parties.</p> <p>Dépositaire central de titres</p> <p>Fournit un mécanisme centralisé de dépôt de titres, notamment la tenue de comptes de titres, des services centralisés de garde et des services de gestion d'actifs pouvant inclure l'administration d'opérations sur titres et de rachat.</p> <p>Système de règlement de titres</p> <p>Permet de transférer et de régler des titres par la passation d'écritures selon un ensemble de règles multilatérales prédéfinies.</p>
Fonds de garantie	Administre et gère un fonds destiné à assurer, sous réserve de limites définies, la protection d'investisseurs admissibles qui ont subi un préjudice financier.
Fournisseur de services d'appariement	Fournit des installations centralisées permettant de comparer les données sur les modalités de règlement des opérations, à l'exclusion de toute chambre de compensation.

Organisme d'autoréglementation⁵	Encadre ou réglemente la conduite de ses membres ou de ses participants relativement à l'exercice d'une activité régie par la législation en valeurs mobilières ou en dérivés.
Référentiel central	Collecte et conserve de manière centralisée des renseignements relatifs aux dérivés de gré à gré.
Système de négociation parallèle	Établit, tient ou offre un marché ou un mécanisme permettant aux acheteurs et aux vendeurs de titres de se rencontrer, réunissant les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs de titres, et utilisant des méthodes éprouvées et non discrétionnaires selon lesquelles les ordres interagissent et les acheteurs et les vendeurs s'entendent sur les conditions d'une opération. Il n'impose à aucun émetteur de conclure une entente pour que ses titres soient négociés sur le marché, ne fournit pas, directement ou par l'entremise d'un ou de plusieurs adhérents, de garantie d'opérations dans les deux sens sur un titre sur une base continue ou raisonnablement continue, n'établit pas de règles quant à la conduite des adhérents, sauf la conduite relative aux opérations faites par ces adhérents sur le marché et ne sanctionne pas les adhérents, sauf par exclusion du marché.

CHAMP D'APPLICATION

Le cadre est applicable à la structure de marché⁶ régie par l'une des lois suivantes :

- *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, RLRQ, c. E-6.1;
- *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1.1;
- *Loi sur les instruments dérivés*, RLRQ, c. I-14.01.

La structure de marché visée peut également être régie par plusieurs règlements, notamment :

- *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, RLRQ, c. V-1.1, r. 5;
- *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, RLRQ, c. V-1.1, r. 6;
- *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés*, RLRQ, c. V-1.1, r. 7.1;
- *Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation*, RLRQ, c. V-1.1, r. 8.01;
- *Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, RLRQ, c. I-14.01, r. 1.1.

La manière dont l'Autorité met en œuvre ces règlements est établie dans l'instruction générale qui accompagne chacun de ceux-ci.

De façon générale, une structure de marché ne peut exercer ses activités au Québec que si elle a été reconnue ou dispensée de reconnaissance par l'Autorité, ou a obtenu une désignation ou une autorisation en vertu de la loi à laquelle elle est assujettie. L'Autorité peut reconnaître, désigner, autoriser ou dispenser une structure de marché aux conditions qu'elle détermine.

MISE À JOUR

Le cadre est actualisé périodiquement à la lumière de l'évolution du secteur financier, des meilleures pratiques de surveillance, de la réglementation, des tendances émergentes et des risques identifiés lors des travaux de surveillance.

⁵ À l'exception des organismes d'autoréglementation que sont la Chambre de la sécurité financière et la Chambre de l'assurance de dommages.

⁶ À l'exception des organismes d'autoréglementation que sont la Chambre de la sécurité financière et la Chambre de l'assurance de dommages.

PRINCIPES DIRECTEURS

Les principes suivants constituent les fondements de l'approche de surveillance :

PRÉVENTION

L'Autorité déploie une vigie qui permet l'identification et la gestion précoces des risques dans l'objectif de déceler les problèmes rapidement de manière à agir en temps opportun auprès de la structure de marché.

GRADATION

L'Autorité adapte ses activités de surveillance en termes de nature, d'étendue et de fréquence des travaux à réaliser ainsi que des ressources à affecter en fonction de son évaluation du profil de risque de la structure de marché et, le cas échéant, de son importance systémique.

CLASSIFICATION

Pour évaluer les risques, l'Autorité fait la distinction entre les risques inhérents aux activités de la structure de marché et les fonctions de contrôle dont celle-ci s'est dotée, tant sur le plan opérationnel que sur le plan de la surveillance. Une telle classification est essentielle pour établir les attentes en matière de gestion du risque et pour déterminer les mesures correctives appropriées, le cas échéant.

RESPONSABILISATION

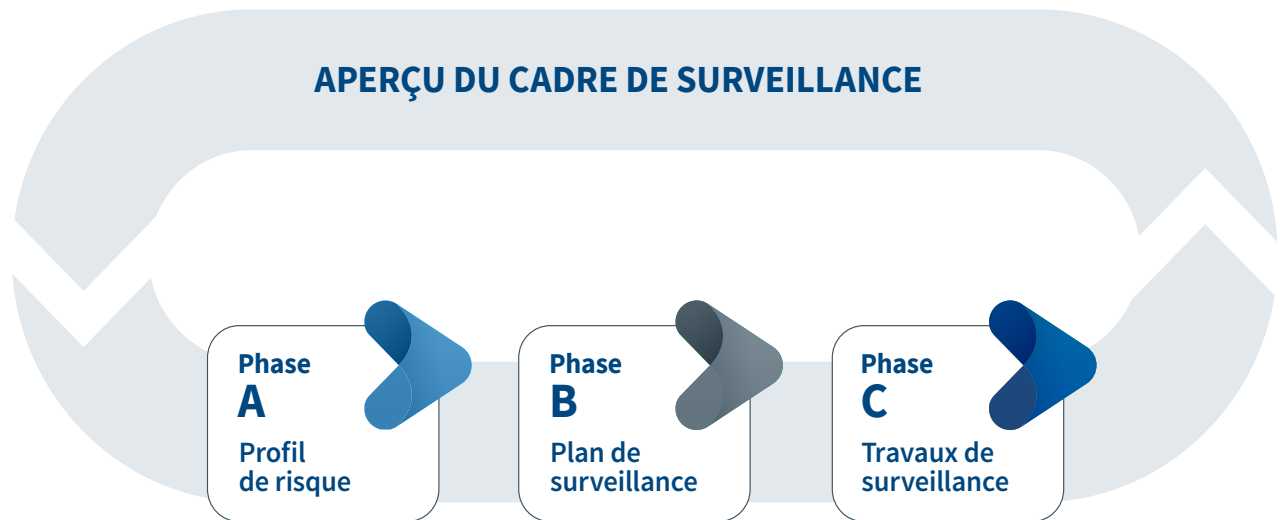
L'Autorité évalue la qualité et la robustesse des lignes de défense, de la haute direction et des instances de gouvernance mises en œuvre par la structure de marché.

COMPLÉMENTARITÉ

L'Autorité s'appuie sur les travaux de tiers, tels que l'auditeur interne ou externe de la structure de marché, ainsi que d'autres régulateurs et organismes de surveillance, si elle juge que l'indépendance, l'étendue et la qualité de leurs travaux sont adéquates.

INTERACTIVITÉ

La structure de marché et l'Autorité maintiennent une communication ouverte et bilatérale. L'Autorité communique en temps opportun à la structure de marché tout développement en matière d'encadrement et de surveillance, et celle-ci fait rapidement état de toute nouvelle initiative ou de tout nouveau fait qui peut avoir un impact sur son profil de risque. Pour la structure de marché d'importance systémique, les communications entre l'Autorité, la haute direction et les instances de gouvernance peuvent être rehaussées.



L'Autorité exerce une surveillance basée sur les risques qui repose sur les trois phases illustrées ci-dessus.

PRÉSENTATION DES PHASES DU CADRE DE SURVEILLANCE

La présente section décrit la méthodologie soutenant l'approche de surveillance. Adaptée en fonction de la nature, de la taille et de la complexité des activités de la structure de marché, cette méthodologie est appliquée sur une base continue afin de déterminer et documenter le profil de risque de chaque structure de marché ainsi que l'approche de surveillance à appliquer.

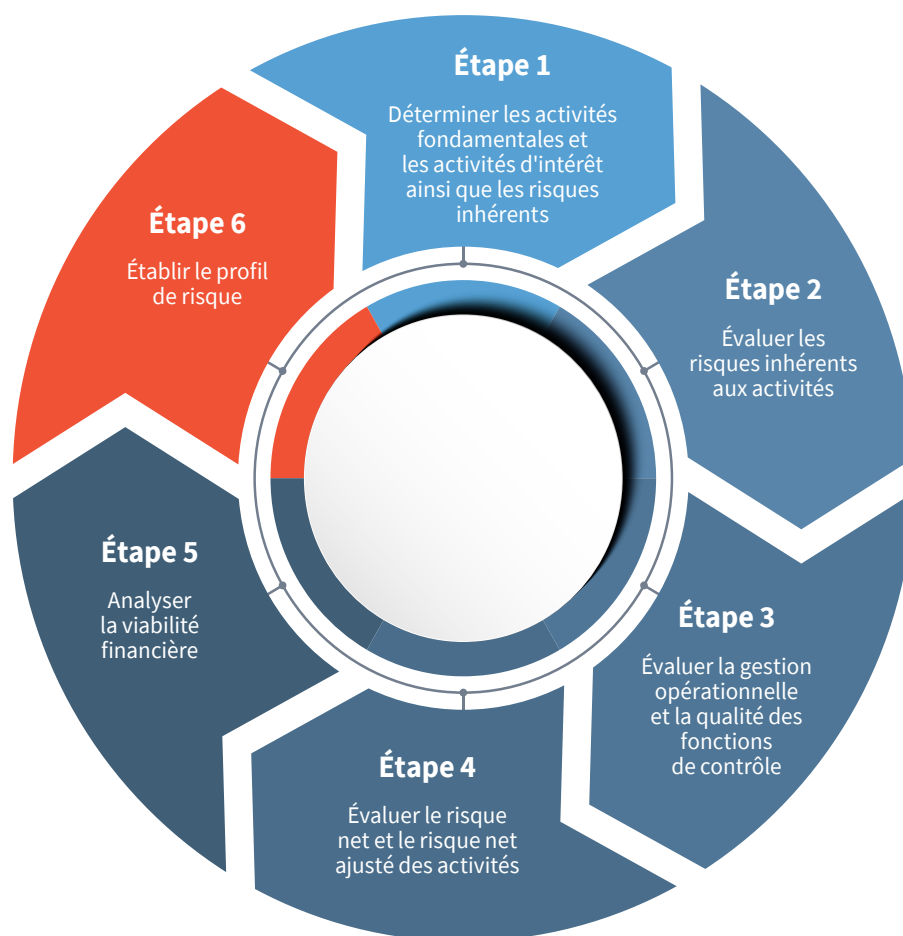


Phase A

Profil de risque

Le profil de risque représente une évaluation du niveau de risque global de la structure de marché. Il découle de l'évaluation des risques inhérents aux activités fondamentales et aux activités d'intérêt de la structure de marché, de la qualité de ses fonctions de contrôle et, selon le cas, de sa situation financière.

Le profil de risque est dynamique puisqu'il est actualisé en fonction de l'évolution des risques auxquels la structure de marché est exposée ainsi que des résultats des travaux de surveillance. Il est utilisé à des fins internes par l'Autorité et peut faire l'objet d'un partage avec d'autres régulateurs. Le profil de risque et la documentation qui le soutient sont assujettis à la *Politique sur la protection et la sécurité de l'information de l'Autorité*⁷.



⁷ L'Autorité, à titre d'organisme public, est également assujettie à la *Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels*, RLRQ, c. A-2.1.

Étape 1 – Déterminer les activités fondamentales et les activités d'intérêt ainsi que les risques inhérents

La première étape de la méthodologie consiste à déterminer les activités fondamentales propres à chaque structure de marché. Une activité fondamentale correspond généralement à une activité essentielle ou un processus d'affaires clé qui permet à la structure de marché de s'acquitter de sa mission.

Une activité d'intérêt est un projet, un développement d'affaires, un processus, une politique ou une orientation particulière au sein d'une activité fondamentale qui, en soi, pourrait avoir une incidence importante sur le profil de risque de la structure de marché.

L'identification de ces activités repose sur de multiples sources d'information, notamment celles soumises au soutien de la demande de reconnaissance, de désignation, d'autorisation ou de dispense, à savoir la description des activités et les règles de fonctionnement de même que les protocoles d'entente, rapports financiers et plans stratégiques.

Les critères utilisés pour déterminer si une activité peut être considérée comme fondamentale ou d'intérêt pour la structure de marché peuvent inclure notamment :

- l'importance de l'activité pour la réalisation de sa mission;
- l'incidence de l'activité sur son rôle en termes de maintien de l'intégrité et du bon fonctionnement du marché ainsi que de l'intérêt public;
- l'impact potentiel sur sa viabilité financière;
- la répercussion d'un arrêt de l'activité sur la continuité de ses affaires et le bon fonctionnement du marché.

À ce stade, les risques inhérents à chacune des activités fondamentales et des activités d'intérêt sont répertoriés.

Étape 2 – Évaluer les risques inhérents aux activités fondamentales et aux activités d'intérêt

La deuxième étape consiste à évaluer les risques inhérents à la nature et aux caractéristiques de chacune des activités fondamentales et des activités d'intérêt. Le risque inhérent d'une activité représente la probabilité et l'impact potentiel d'un manquement sur l'exécution de la stratégie ou de la mission de la structure de marché, sans tenir compte des mécanismes de contrôle.

Les catégories de risques inhérents évalués sont généralement les suivantes :

- risque lié aux ressources;
- risque opérationnel;
- risque juridique;
- risque d'affaires et de stratégie.

Ces catégories de risques sont décrites à l'annexe 1.

Évaluation des risques inhérents

Le degré d'exposition des activités fondamentales et des activités d'intérêt à ces risques inhérents est déterminé en tenant compte d'un certain nombre de facteurs qualitatifs et quantitatifs propres à chacun des risques. Les facteurs considérés sont notamment l'organisation générale de la structure de marché sur le plan juridique et de la gouvernance, l'environnement contextuel et sectoriel, l'importance systémique, ainsi que la nature et la complexité des produits et services offerts. Cette évaluation exige une bonne connaissance des activités de la structure de marché ainsi que des impacts potentiels et des probabilités d'occurrence.

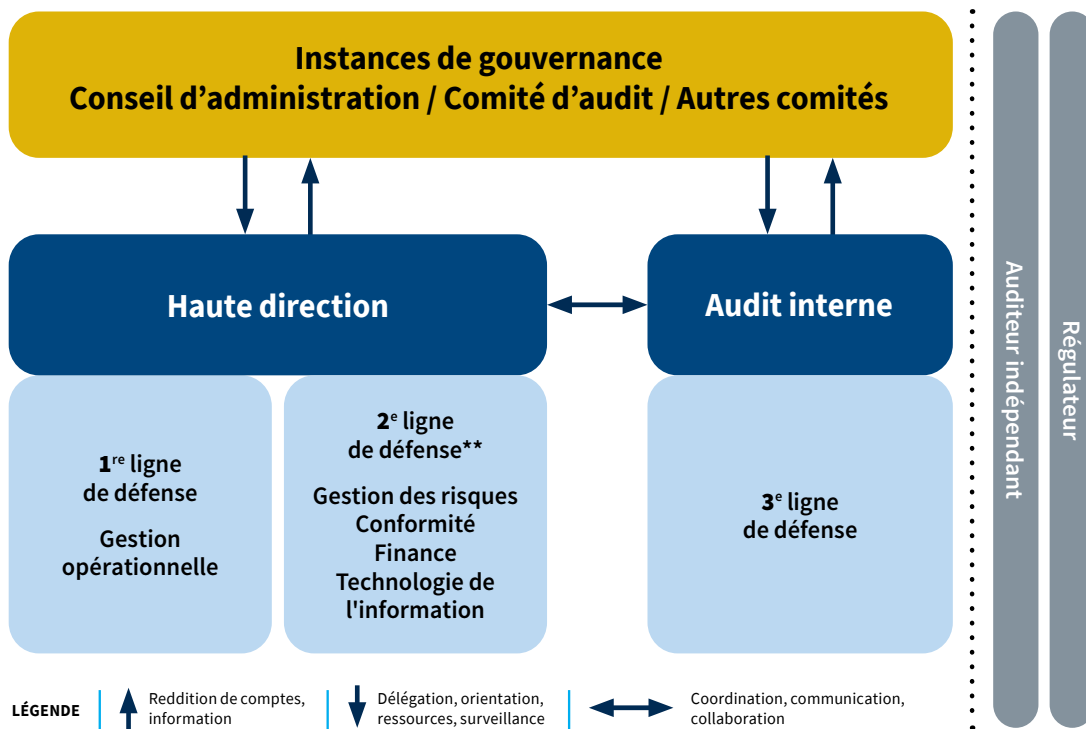
Le niveau de risque inhérent à chaque activité fondamentale et à chaque activité d'intérêt est fonction de son impact et de la probabilité de sa réalisation. Le niveau de risque est désigné comme « élevé », « modéré-élevé », « modéré-faible » ou « faible ».

Étape 3 – Évaluer la gestion opérationnelle et la qualité des fonctions de contrôle

L'évaluation de la qualité des fonctions de contrôle permet de déterminer dans quelle mesure les risques inhérents déterminés précédemment sont atténués. La qualité de la gestion des risques exercée par la structure de marché est évaluée sur la base de l'efficacité des lignes de défense, dont les fonctions de contrôle, ainsi que de la haute direction et des instances de gouvernance.

L'ampleur des travaux de surveillance touchant la gestion opérationnelle liée à une activité fondamentale ou à une activité d'intérêt peut être ajustée selon l'efficacité des fonctions de contrôle que représentent les deuxième et troisième lignes de défense ainsi que par la haute direction et les instances de gouvernance. L'évaluation de la qualité et de l'efficacité de ces fonctions de contrôle se fonde notamment sur l'observance des dispositions légales, réglementaires et normatives, puis sur les résultats des travaux d'inspection et les travaux des tiers, le cas échéant.

GOVERNANCE SELON LE MODÈLE DES TROIS LIGNES DE DÉFENSE*



* Adapté de The IIA's Three Lines Model, The Institute of Internal Auditors, juillet 2020.
 ** Les responsables de la 2^e ligne de défense font partie intégrante de la haute direction.

Pour chaque activité fondamentale et chaque activité d'intérêt, le niveau de qualité des contrôles de la gestion des risques est désigné comme « fort », « modéré-élevé » « modéré-faible », ou « faible ». Les facteurs pris en compte dans le cadre de l'évaluation sont notamment :

- la mise en œuvre d'une solide culture de gestion de risques incluant notamment une communication claire des attentes par la haute direction et le conseil d'administration ainsi qu'une définition des responsabilités pour les employés;
- le fait que la haute direction ait déterminé les risques inhérents, les ait évalués, quantifiés, contrôlés et atténués, et qu'elle en ait assuré le suivi, le tout en fonction de l'importance systémique de la structure de marché, le cas échéant;
- la capacité de la haute direction à déterminer et à contrôler les nouveaux risques à mesure qu'ils surviennent, et ce, en tenant compte, notamment du plan stratégique de la structure de marché;
- la mise en œuvre de politiques et de procédures appropriées;
- le fait que les systèmes d'information de gestion et les autres formes de communication conviennent à la complexité des activités.

Étape 4 – Évaluer le risque net d'une activité fondamentale et d'une activité d'intérêt ainsi que le risque net ajusté

Le risque net d'une activité est fonction du risque inhérent (étape 2) atténué par la qualité de la gestion opérationnelle et des fonctions de contrôle (étape 3), selon une échelle comprenant les degrés « élevé », « supérieur », « modéré » et « faible ».

Le risque net ajusté représente le risque net de l'activité, en fonction d'autres éléments environnementaux de nature contextuelle ou sectorielle non considérés préalablement.

Étape 5 – Analyser la viabilité financière

Une structure de marché doit s'assurer de maintenir des ressources suffisantes de façon à soutenir sa mission et ses activités actuelles et futures, et à contribuer à sa viabilité à long terme. En particulier, la structure de marché d'importance systémique doit détenir des actifs nets liquides financés par des fonds propres et qui correspondent à certains seuils obligatoires.

Étape 6 – Profil de risque

Après avoir déterminé les activités fondamentales, les activités d'intérêt et les risques inhérents (étape 1), évalué ces risques (étape 2), évalué la gestion opérationnelle et la qualité des fonctions de contrôle (étape 3), puis déterminé le risque net et le risque net ajusté de chacune des activités fondamentales et des activités d'intérêt (étape 4), l'Autorité réalise les étapes 5 et 6, qui permettent de déterminer le profil de risque de la structure de marché.



Phase B

Plan de surveillance

L'Autorité élabore un plan de surveillance à partir du profil de risque de chaque structure de marché en tenant compte de la taille, de la nature et de la complexité des activités et, le cas échéant, de son importance systémique. Ce plan est par ailleurs conçu en fonction des orientations et des priorités fixées par l'Autorité et détermine la nature, l'étendue et la fréquence des travaux de surveillance.

Le plan de surveillance est actualisé au moins une fois l'an. En tout temps, il peut être modifié lorsque l'Autorité prend connaissance d'un événement susceptible d'avoir une incidence sur le profil de risque de la structure de marché. Par exemple, une pratique de gestion ou une nouvelle activité pouvant avoir un impact significatif sur les participants donnerait lieu à une mise à jour du profil de risque et des travaux de surveillance appropriés pourraient être entrepris. Par ailleurs, le plan de surveillance comprend une analyse des documents déposés selon les exigences prévues dans les règlements et les décisions de reconnaissance, de désignation, d'autorisation ou de dispense.

Les relations avec la structure de marché

La surveillance de chaque structure de marché est assujettie à une collaboration avec d'autres régulateurs ainsi que la Banque du Canada, dans certains cas. Cette supervision collaborative est guidée par les protocoles d'entente relatifs à la surveillance des entités réglementées visées par ces protocoles. L'Autorité et les autres régulateurs assurent la coordination des communications avec la structure de marché. À ce titre, l'Autorité établit et maintient les relations avec la haute direction et les auditeurs internes et externes de la structure de marché.



Phase C

Travaux de surveillance

La phase C résulte des activités nécessaires pour déterminer le profil de risque de la structure de marché (phase A) et de l'élaboration du plan de surveillance (phase B). Les travaux de surveillance ont pour objectif de vérifier dans quelle mesure la structure de marché se conforme aux dispositions des lois et règlements, aux conditions de sa décision de reconnaissance, de désignation, d'autorisation ou de dispense, et aux autres décisions de l'Autorité, ainsi que la façon dont elle exerce ses fonctions et pouvoirs.

Des protocoles d'entente existent entre l'Autorité et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, et, parfois, la Banque du Canada, afin d'assurer une surveillance efficace au Québec et dans les autres provinces canadiennes. Des programmes de surveillance en font partie intégrante, dont l'inspection périodique.

Étape 1 – Collecter l'information et l'analyser

La collecte et l'analyse de l'information font partie intégrante des travaux de surveillance réalisés par l'Autorité. Ils permettent de maintenir, voire d'améliorer, la connaissance des activités de la structure de marché et du secteur dans lequel celle-ci évolue.

De plus, l'Autorité doit évaluer dans quelle mesure elle peut s'appuyer sur les travaux effectués par l'auditeur interne et externe et l'autorité de réglementation du territoire d'origine, le cas échéant.

Les travaux de surveillance

L'étendue des travaux de surveillance dépend du profil de risque de la structure de marché, de son importance systémique ainsi que du plan de surveillance. Ces activités et l'interaction avec les personnes qui exercent les fonctions relatives aux lignes de défense, à la haute direction et aux instances de gouvernance permettent de mieux comprendre le fonctionnement de la structure de marché.

Les travaux de surveillance comprennent notamment les analyses qualitatives et quantitatives de l'information recueillie en vertu des lois, des règlements, des décisions de l'Autorité, ainsi que des communications régulières avec la structure de marché. Dans le cadre de ses travaux, l'Autorité est autorisée par la loi à demander tout renseignement et tout document lui permettant d'approfondir son examen des activités de la structure de marché, notamment au moyen de lettres, de questionnaires et de formulaires d'autoévaluation.

L'inspection est un élément essentiel des travaux de surveillance. Préalablement à une inspection, la structure de marché est informée par écrit de la date prévue du début des travaux, de l'étendue de ceux-ci, de même que des renseignements et documents requis. La structure de marché désigne une personne-ressource chargée de coordonner la réalisation des travaux d'inspection.

Étape 2 – Communiquer les résultats des travaux d'inspection

L'Autorité communique à la structure de marché les résultats de ses travaux d'inspection, lesquels sont présentés dans le rapport d'inspection. Celui-ci fait état des constatations observées relativement aux activités et/ou des processus clés qui nécessitent des mesures correctives.

Le rapport d'inspection comprend entre autres des sections portant sur les risques ou les enjeux qui ont fait l'objet des travaux d'inspection, les constatations, les attentes et observations, et selon le cas, des annexes portant sur la méthodologie utilisée, l'étendue de l'inspection et l'échelle de priorité des constatations.

Les constatations font d'abord l'objet d'un échange avec la haute direction de la structure de marché avant la communication du rapport d'inspection. Les éléments discutés sont considérés dans la rédaction finale, en particulier s'ils servent à clarifier les constatations présentées. Le rapport d'inspection est transmis au chef de la direction de la structure de marché.

Échelle de priorité des constatations

Les constatations font l'objet d'une échelle de priorité variant de « élevée », « moyenne » et « faible » en fonction du degré d'urgence des mesures correctives attendues à l'égard, notamment, des aspects suivants :

- des déficiences relevées concernant la mise en place et l'application des politiques et procédures;
- des manquements répétés aux règles internes et externes régissant la structure de marché, notamment aux conditions de la décision de reconnaissance, de désignation, d'autorisation ou de dispense ou à celles d'autres décisions de l'Autorité qui la concernent;
- des contrôles internes déficients;
- des pratiques de gestion inappropriées;
- des lacunes décelées lors de l'évaluation des fonctions de contrôle représentées par les lignes de défense, de la haute direction et des instances de gouvernance;
- de la situation financière jugée préoccupante.

Enfin, un niveau de priorité « répétitive » fait état des constatations pour lesquelles la structure de marché n'a pas donné suite de manière satisfaisante.

L'échelle de priorité des constatations est présentée dans le tableau qui suit :

Priorité	Description
Élevée	L'Autorité soulève un enjeu qui, s'il n'est pas réglé, fera que la structure de marché ne s'acquittera pas de sa mission, ou encore ne respectera pas une ou plusieurs conditions de la décision de reconnaissance, de désignation ou d'autorisation, ou les obligations réglementaires applicables. Pour donner suite à la constatation, la structure de marché doit immédiatement se doter d'un plan d'action (accompagné de documents justificatifs) et proposer un calendrier de mise en œuvre que l'Autorité juge acceptable. Au besoin, elle devrait mettre en œuvre des contrôles compensatoires avant de prendre des mesures correctives. Elle doit aussi faire régulièrement rapport de ses progrès.
Moyenne	L'Autorité soulève un enjeu qui, s'il n'est pas réglé, risque de créer une incompatibilité avec la mission de la structure de marché, ou encore avec une ou plusieurs conditions de la décision de reconnaissance, de désignation ou d'autorisation, ou les obligations réglementaires applicables. Pour donner suite à la constatation, la structure de marché doit se doter d'un plan d'action (accompagné de documents justificatifs) et proposer un calendrier de mise en œuvre que l'Autorité juge acceptable. Au besoin, elle devrait mettre en œuvre des contrôles compensatoires avant de prendre des mesures correctives. Elle doit aussi faire régulièrement rapport de ses progrès.
Faible	L'Autorité a repéré un enjeu nécessitant une amélioration des processus ou des contrôles de la structure de marché, et il en fait part à la direction de la structure de marché pour qu'il le règle.
Répétitive	Une constatation de l'Autorité à laquelle la structure de marché n'aura pas donné suite sera considérée comme une constatation répétitive dans le rapport d'inspection et pourrait se voir attribuer un ordre de priorité plus élevé que dans le rapport d'inspection antérieur.

Suivi apporté par la structure de marché aux constatations de l'Autorité

Dans les trente jours suivant la réception du rapport d'inspection final, la structure de marché doit donner suite aux constatations en présentant un plan d'action incluant un échéancier et/ou une description des mesures correctives déjà prises. Au besoin, celle-ci devra mettre en œuvre des contrôles compensatoires le temps qu'elle mette en place les mesures correctives appropriées. Dans certaines circonstances, le plan d'action doit être élaboré par un représentant de la haute direction de la structure de marché, puis approuvé par le conseil d'administration ou un de ses comités. Selon l'importance des constatations et/ou de la réponse donnée, un échéancier plus court ou des mesures correctives additionnelles ou différentes de celles qui sont présentées dans le plan d'action peuvent être exigés.

Étape 3 – Suivi des plans d'action découlant des constatations du rapport d'inspection

L'Autorité effectue un suivi de l'avancement du plan d'action élaboré par la structure de marché pour donner suite aux constatations du rapport d'inspection. Ce suivi s'inscrit dans un processus continu et est effectué afin de s'assurer de la cohérence et de l'adéquation des mesures adoptées en fonction des constatations ainsi que de leur mise en œuvre selon les échéanciers prévus au plan d'action. Des modifications touchant les mesures correctives ou les échéanciers doivent être communiquées à l'Autorité.

Mesures additionnelles prévues par la législation applicable

Si les mesures correctives proposées ou prises par une structure de marché sont considérées comme inadéquates par l'Autorité, ou si la structure de marché omet de façon répétitive de prendre les mesures correctives requises ou ne respecte pas les échéanciers, l'Autorité pourra entreprendre l'une ou l'autre des mesures prévues par la législation applicable.

ANNEXE 1 – LES CATÉGORIES DE RISQUES

Les définitions suivantes illustrent certains des concepts de risque les plus répandus. Il ne s'agit pas d'une liste exhaustive des risques surveillés par l'Autorité ou de ceux auxquels chaque structure de marché fait face. Notons que ces risques pourraient constituer un risque d'atteinte à la réputation de la structure de marché.

Enfin, une structure de marché peut être désignée d'importance systémique en raison de son rôle crucial dans le système financier canadien. Pour celle-ci, la gestion de ces risques favorise le contrôle du risque systémique, soit le risque de propagation de perturbations au sein du système financier.

Risque lié aux ressources

Le risque que la structure de marché ne possède pas les ressources suffisantes ou disponibles, au moment opportun, pour remplir sa mission et respecter ses obligations.

Ce risque inclut notamment :

- Risque financier
 - Risque de marché
 - Risque de crédit
 - Risque de liquidité
 - Risque de garde et d'investissement
- Risque technologique
- Risque lié aux ressources humaines

Risque opérationnel

Le risque provenant de processus internes inadéquats ou défectueux, de personnes, de systèmes ou d'événements externes.

Ce risque inclut notamment :

- Risque lié aux processus
- Risque lié aux ressources humaines
- Risque lié aux technologies de l'information et des communications
- Risque d'impartition
- Risque externe

Risque juridique

Le risque qui découle du manquement au respect d'une obligation légale, réglementaire ou contractuelle, ou de l'application imprévue d'une obligation légale, réglementaire ou contractuelle ainsi que le risque découlant de toute poursuite judiciaire.

Ce risque inclut notamment :

- Risque de poursuite judiciaire
- Risque lié à la mise en place d'une obligation légale, réglementaire ou contractuelle imprévue
- Risque de non-conformité à la législation ou aux conditions de reconnaissance, de désignation, d'autorisation ou de dispense

Risque d'affaires et de stratégie

Le risque qui découle de l'incapacité de la structure de marché à mettre en œuvre des plans d'activités, des stratégies, des processus décisionnels et des méthodes d'affectation adaptés aux changements des facteurs contextuels et à l'évolution de son environnement sectoriel.

Ce risque inclut notamment :

- Risque d'affaires
 - Économique
 - Lié à la concurrence
 - Politique
 - Social et démographique
- Risque de stratégie
 - Planification
 - Exécution
 - Choix stratégique
 - Adaptation à l'innovation technologique

7.2 RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

Aucune information.

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

7.3.1 Consultation

Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (la « CDCC ») – Modification au manuel des risques de la CDCC - Modification du modèle de marge de base initiale des dérivés sur actions et indices

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la CDCC, de modification à son manuel des risques ayant trait aux modèle de marge de base initiale des dérivés et sur actions et indices.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 2 mars 2020, à :

Me Philippe Lebel
Secrétaire général et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Sami Gdoura
Analyse expert aux OAR
Direction de l'encadrement des chambres de compensation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4395
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4395
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : sami.gdoura@lautorite.qc.ca

Veronic Boivin Pedneault
Analyste aux OAR
Direction de l'encadrement des chambres de compensation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4346
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4346
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : veronic.boivin-pedneault@lautorite.qc.ca



AVIS AUX MEMBRES

N° 2021 - 020

Le 2 février 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION AU MANUEL DES RISQUES DE LA DE LA CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS MODIFICATION DU MODÈLE DE MARGE DE BASE INITIALE DES DÉRIVÉS SUR ACTIONS ET INDICES

Le 29 janvier 2021, le Conseil d'administration de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC ») a approuvé des modifications au manuel des risques de la CDCC ayant trait à la modification du modèle de marge de base initiale des dérivés sur actions et indices.

Veillez trouver ci-joint un document d'analyse de même que les modifications proposées.

Processus d'établissement de règles

La CDCC est reconnue à titre de chambre de compensation en vertu de l'article 12 de la *Loi sur les instruments dérivés* (Québec) par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») et à titre d'agence de compensation reconnue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») en vertu de l'article 21.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario).

Le Conseil d'administration de la CDCC a le pouvoir d'adopter ou de modifier les manuels de la CDCC. Ces modifications sont présentées à l'Autorité conformément au processus d'autocertification ainsi qu'à la CVMO conformément au processus stipulé dans la décision de reconnaissance.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés avant le **2 MARS 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à:

Sophie Brault
Conseiller juridique
Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
1800-1190 av. des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37
Montréal QC H3B 0G7
Courriel: legal@tmx.com

Ces commentaires devront également être transmis à l'Autorité et à la CVMO à l'attention de :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire général et directeur général
des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : (514) 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Manager, Market Regulation
Market Regulation Branch
Ontario Securities Commission
Suite 2200,
20 Queen Street West
Toronto, Ontario, M5H 3S8
Télécopieur : 416-595-8940
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Pour toutes questions ou informations, les membres compensateurs peuvent communiquer avec Sophie Brault au 514-787-6565 ou au sophie.brault@tmx.com.

Jay Rajarathinam
Président

Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

100, rue Adélaïde ouest	1800-1190 av des Canadiens-de-Montréal
3 ^e étage	C.P. 37
Toronto ON M5H 1S3	Montréal QC H3B 0G7
416.367.2470	514.871.3545

www.cdcc.ca

2



**MODIFICATION DU MANUEL DES RISQUES DE LA CORPORATION CANADIENNE DE
COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS**

**MODIFICATION DU MODÈLE DE MARGE DE BASE INITIALE DES DÉRIVÉS SUR ACTIONS ET
INDICES**

TABLE DES MATIÈRES

I.	DESCRIPTION	2
II.	MODIFICATION PROPOSÉES	2
III.	ANALYSE	3
a.	Contexte	3
b.	Objectifs	5
c.	Analyse comparative	5
d.	Analyse des incidences	7
i.	Incidences sur le marché	7
ii.	Incidences sur les systèmes technologiques	8
iii.	Incidence sur les fonctions de négociation	8
iv.	Intérêt public	8
IV.	PROCESSUS	9
V.	DOCUMENTS EN ANNEXE	9

I. DESCRIPTION

Au cours de la période de mars à juillet 2020, les variations sur les marchés de valeurs mobilières et de dérivés dues aux effets de la COVID-19 sur les marchés des capitaux ont conduit les modèles de marge initiale de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC ») à certains manquements dans les contrôles ex post. Ces manquements sont jugés importants selon l'échelle des incidences de la CDCC.

Toujours au cours de cette période, la CDCC a adopté des procédures d'urgence liées à la COVID-19, ainsi que des mesures correctives pour ramener à des niveaux adéquats les résultats des contrôles ex post réalisés selon les modèles actuels. Bien qu'elles soient conformes aux Règles de la CDCC, ces mesures liées à la COVID-19 étaient considérées comme des solutions d'atténuation temporaires en attendant une solution générale et permanente.

L'étape suivante, qui est l'objet du présent projet de modification, consiste à traduire la mesure corrective actuelle relative aux dérivés sur actions et indices (sur "actifs") en une révision permanente de modèle. Compte tenu de ce qui précède, la CDCC propose par la présente d'apporter des modifications à son Manuel des risques qui porteront sur la catégorie d'actifs ayant déclenché cette révision (soit les dérivés sur actifs). À cette fin, la mesure corrective actuellement en vigueur à l'égard des dérivés sur actifs sera remplacée par l'ajout d'une nouvelle composante de marge à la méthode actuelle de calcul de l'intervalle de marge ("IM") telle que présentée dans le Manuel des risques de la CDCC.

La modification proposée du modèle s'appliquera uniquement aux dérivés sur actifs inscrits à la Bourse de Montréal (la « MX ») et compensés par la CDCC. La CDCC considère les groupes de produits suivants comme faisant partie de la catégorie des dérivés sur actifs :

- les contrats à terme sur indice (SXF, SXM, SCF, SMJ, SXA, SXB, SXH, S XK, SXU et SXY);
- les contrats à terme sur actions;
- les options sur indice, actions et devises.

À moins que d'autres définitions ne soient précisées dans la présente analyse, tous les termes qui y sont employés ont le sens qui leur est attribué dans les Règles de la CDCC.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

La CDCC propose de modifier son Manuel des risques en ce qui concerne la méthode de calcul de la marge initiale de base applicable aux options, aux contrats à terme et aux éléments non réglés. La CDCC entend d'abord préciser les principales composantes du calcul actuel de l'IM : la composante de Risque Historique et le plancher de volatilité. La CDCC compte ensuite intégrer une autre mesure d'atténuation de la procyclicité des marges applicables aux dérivés sur actifs : la composante de Risque de Tension.

En outre, la CDCC propose de modifier la rubrique 6.5 du Manuel des risques, intitulée « Intervalle de marge », de manière à identifier clairement le Risque Historique des mesures anti-procycloques envisagées, tout en ajoutant la composante de *Risque de Tension* à cette liste de mesures. De plus, la CDCC propose de modifier les rubriques 1.1 et 6.1 du Manuel des risques, intitulées respectivement « Exigence de marge » et « Calcul de la marge initiale de base pour les options,

les contrats à terme et les éléments non réglés » afin d'harmoniser le Manuel avec les modifications proposées.

Les modifications proposées sont présentées en annexe.

III. ANALYSE

a. Contexte

En raison des variations sur le marché des dérivés sur actifs découlant principalement des effets de la COVID-19 sur les marchés de capitaux, les modèles d'établissement de la marge initiale de la CDCC ont connu un certain nombre de manquements dans les contrôles ex post. Ces manquements sont jugés importants selon l'échelle des incidences de la CDCC. En conséquence, la CDCC a proposé des mesures correctives fondées sur des contrôles ex post inversés ou une analyse de modélisation partielle. Malgré leur utilité, ces mesures sont considérées comme des mesures d'atténuation et la CDCC est maintenant prête à proposer une solution permanente pour les dérivés sur actifs.

Modèle de gestion des risques

Les exigences de marge initiale de base pour les dérivés sur actifs reposent sur la méthode SPAN^{MD}, dans laquelle chaque groupe de risque (ou « groupe combiné », niveau auquel la marge initiale de base est calculée) possède sa propre plage de fluctuation du cours ("PFC"). Le PFC est le principal déterminant du niveau des exigences de marge initiale de base : il est calibré par l'IM et ajusté par le prix du bien sous-jacent.

Plus précisément, l'IM est calculé au moyen (i) d'une composante de Risque Historique et (ii) de mesures d'atténuation de la procyclicité des marges (mesures « anti-procycloiques » ou « APC »). La composante de Risque Historique s'établit au moyen d'un estimateur de volatilité quotidienne fondé sur une moyenne mobile à pondération exponentielle (« MMPE ») sur 260 jours et d'une distribution paramétrique. D'autre part, le plancher de volatilité sert de mesure APC et prend la forme d'un plancher de 10 ans de l'estimateur de volatilité quotidienne déterminé sous la méthode du Risque Historique.

Au début de la période de la COVID-19, la crise financière de 2008 venait tout juste d'être exclue de la période de référence de 10 ans – une situation propice à la sous-estimation du niveau plancher. Les mesures correctives temporaires, ainsi que la modification de modèle proposée cadrent donc avec ce constat au sujet du plancher de volatilité et, de ce fait, s'adressent directement aux mesures APC.

Mesures correctives temporaires

Bien qu'il ne s'adresse pas à la procyclicité globale du modèle, le plancher de volatilité correspond à l'une des trois mesures APC recommandées par l'Autorité européenne des marchés financiers

(« AEMF »)¹. Compte tenu de la faiblesse identifiée du plancher de 10 ans pour les dérivés sur actifs, et dans la mesure où l'AEMF est explicite à ne pas se restreindre à l'utilisation d'une seule mesure APC, les mesures correctives temporaires en vigueur à l'égard des dérivés sur actifs prennent la forme d'un tampon de 25 % appliqué au niveau du plancher de volatilité (le « plancher assujéti à un tampon »), ce qui correspond à une autre des trois mesures APC.

Ce choix est motivé par deux raisons. Premièrement, l'application de cette mesure APC supplémentaire a été jugée comme le moyen le mieux adapté pour une mise en œuvre rapide et sans heurts pendant la crise, tout en permettant de ramener efficacement les résultats des contrôles ex post à des niveaux appropriés. Deuxièmement, cette mesure a été jugée adéquate pour favoriser une transition en douceur du niveau des marges en période de forte volatilité, alors que la composante de Risque Historique – et non le plancher de volatilité – déterminait encore la calibration de l'IM pour la plupart des produits. Ce faisant, la CDCC est parvenue à intervenir de manière ciblée pour adresser l'efficacité de son modèle sans provoquer d'effet préjudiciable sur ses membres compensateurs en cette période de crise.

Révision proposée du modèle

Avec le recul et la stabilisation générale des marchés de capitaux, la CDCC est maintenant prête à proposer une solution permanente pour les dérivés sur actifs, laquelle prend la forme d'une modification de modèle. La CDCC propose de remplacer la mesure correctrice temporaire par d'instauration d'une composante de Risque de Tension fondée sur la méthode de la valeur à risque en période de tension (la « VaRPT ») qui, ici encore, correspond à une autre des trois mesures APC.

Dans la mesure où la crise de la COVID-19 s'intègre désormais dans la période historique de 10 ans, il peut s'argumenter que l'effet additif du plancher assujéti à un tampon pourrait mener à une surestimation des mesures APC combinées pour les dérivés sur actifs lorsque la volatilité des marchés retombera à des niveaux normaux. Dans cette logique, la CDCC considère que l'instauration de la composante de Risque de Tension permet de raffiner la mesure généralisée de plancher assujéti à un tampon en une méthode exhaustive qui améliore la complémentarité avec le plancher de volatilité (veuillez consulter la rubrique suivante pour plus de renseignements). Par conséquent, en comparaison avec le plancher assujéti à un tampon, la modification de modèle proposée améliore autant l'efficacité du modèle que le coût pour les membres compensateurs.

De plus, la CDCC estime que le moment est propice pour une transition harmonieuse vers la solution permanente. En effet, la calibration de l'IM applicable au contrat à terme SXF² est encore déterminée par la composante de Risque Historique. Autrement dit, le plancher assujéti à un tampon est toujours considéré comme étant entièrement épuisé (et donc, inactif), tant et aussi longtemps que les niveaux de marge demeurent élevés. Selon des projections de volatilité stable, le contrat devrait retrouver des niveaux de marge normaux d'ici la fin du premier trimestre de 2021, moment où le plancher de volatilité devrait de nouveau déterminer les niveaux de marge.

¹ *Guidelines on EMIR Anti-Procyclicality Margin Measures for Central Counterparties* (ESMA70-151-1293). AEMF, le 28 mai 2018.

² Contrat représentatif du marché canadien et responsable d'environ 80 % de la marge initiale de base pour les dérivés sur actifs à la CDCC.

Précisions sur le nouveau modèle de risque

La VaRPT vise à mesurer le risque d'une période fixe où la volatilité de marché est considérée comme extrême (une « période de tension »). La CDCC détermine le niveau de VaRPT en sélectionnant le 99^e percentile de la distribution des rendements sur 260 jours du facteur de risque de chaque bien sous-jacent (niveau auquel l'IM est calculé). Si l'on ne dispose d'aucune donnée de marché relative à la période de tension choisie, la CDCC utilisera des prix extrapolés à partir de la relation entre le bien sous-jacent et l'indice sectoriel de celui-ci³. Par l'ajout de la méthode de VaRPT, non seulement la CDCC s'assure de toujours capturer une période de tension, mais elle intègre aussi une composante non paramétrique au calcul de l'IM, sans bouleverser le cadre paramétrique en place.

Plus précisément, la VaRPT s'intégrera en parallèle de la composante paramétrique de l'IM (soit la composante de Risque Historique) en tant que proportion pondérée, tandis que le plancher de volatilité paramétrique continuera de s'appliquer en tant que dernière étape du calcul. De manière générale, l'ajout indépendant d'une période de tension *fixe*, en plus de la période *mobile* de référence de 10 ans, permet aux deux mesures APC de s'appliquer de manière complémentaire. Cette démarche prudente assure que l'IM repose toujours sur une période identifiée *propre au marché* (sous la composante de Risque de Tension) ainsi que sur une dynamique *propre au produit* (sous le plancher de volatilité). Cette méthode est d'autant plus justifiée pour les produits qui présentent des caractéristiques distinctives ou uniques, ou qui dépendent en grande partie d'un indice sectoriel pour la période de tension.

b. Objectifs

Les modifications proposées découlent du processus de gouvernance de la CDCC suite aux effets de la crise de COVID-19 sur ses modèles de marge. La CDCC estime qu'une modification de modèle visant les dérivés sur actifs constitue la solution permanente appropriée.

c. Analyse comparative

La CDCC a effectué une analyse comparative des renseignements publiés par différentes chambres de compensation, comme ASX Clear, CME Clearing, Eurex Clearing, ICE Clear US et LCH SA quant à l'usage de mesures APC dans le marché de la compensation des dérivés sur actifs.

Les trois mesures APC établies au titre de l'EMIR de l'AEMF en 2019 sont celles qui se rapprochent le plus d'être des normes globales en matière de mesures de contrôle anti-procycliques. De fait, la CDCC a pu récemment compter sur chacune de ces mesures et les intégrer dans ses modèles de marge de manière appropriée. À la lumière de ce qui précède, la CDCC a concentré son analyse comparative sur les trois mesures décrites par l'organisme de réglementation européen, bien que

³ La CDCC appliquera le plancher assujéti à un tampon comme méthode alternative dans les cas particuliers où la composante de Risque de Tension n'est pas disponible.

les chambres de compensation examinées puissent employer d'autres mesures exclusives ou relever d'autres autorités.

La CDCC a consulté les documents d'information relatifs aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers ainsi que d'autres documents accessibles au public dans lesquels les chambres de compensation susmentionnées décrivent sommairement leur processus d'établissement des marges. Les mesures APC clairement identifiables sont résumées dans le tableau ci-après.

Chambre de compensation	Modèle d'établissement de la marge (dérivés sur actifs)	Mesures APC relevées			
		T E N S I O N S	P L A N C H E R	T A M P O N	
ASX Clear⁴	Méthode SPAN	X	X	<ul style="list-style-type: none"> Établissement de planchers sur une gamme élargie de paramètres de risque Intégration de périodes de tension dans l'analyse de sensibilité 	
CME Clearing⁵	Méthode SPAN. Utilisation de la méthode de VaR pour les paramètres de risque.		X	X	Mesures exclusives correspondant à : <ul style="list-style-type: none"> un plancher historique de 10 ans; un tampon de marge de 25 % réduit temporairement en période de tension.
Eurex Clearing⁶	Méthode PRISMA (fondée sur une méthode de VaR filtrée)	X	X		<ul style="list-style-type: none"> Utilisation d'au moins 25 % de scénarios de tension dans l'échantillon de la VaR Ajustement dynamique de la volatilité au moyen de planchers de volatilité
ICE Clear US⁷	Méthode fondée sur la méthode SPAN (<i>ICE Risk Model</i>). Utilisation de la méthode de VaR et de la MMPE pour l'établissement des paramètres de risque.		X		<ul style="list-style-type: none"> Établissement d'un plancher au moyen d'observations historiques sur une période de 10 ans (utilisation de la méthode de la MMPE)

⁴ <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/pfmi-disclosure-framework.pdf>

⁵ <https://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/files/cme-clearing-principles-for-financial-market-infrastructure-disclosure.pdf>

⁶ https://www.eurex.com/resource/blob/1911986/afa68344defdd2987df43754e3848cb4/data/cpss-iosco-pfmi_assessment_2019_en.pdf

⁷ https://www.theice.com/publicdocs/clear_us/ICUS_DisclosureFramework.pdf

LCH SA ⁸	Méthode de VaR (utilisation de la méthode de la MMPE)		X	X	<ul style="list-style-type: none"> • Application de tampons contracycliques • Utilisation de planchers de marge de long terme
---------------------	---	--	---	---	---

Toutes les chambres de compensation susmentionnées emploient une forme de niveau plancher de volatilité, comme c'est historiquement le cas à la CDCC. La plupart d'entre elles ont également recours à une autre mesure APC, soit en utilisant des scénarios de tension ou des tampons quelconques. Ces observations ont permis à la CDCC de conclure que, sur la base de cet échantillon de chambres de compensation mondiales majeures de dérivés sur actifs, le plancher de 10 ans semble être utilisé à titre de mesure APC principale, tandis que seule une des deux autres mesures s'applique en complément du plancher.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Les limitations observées sur le plancher de volatilité a mené la CDCC à envisager d'autres mesures APC afin d'atténuer la procyclicité des marges et de rétablir des niveaux de couverture appropriés pour les modèles de marge des dérivés sur actifs. Étant donné la proposition de la CDCC de remplacer la mesure APC d'urgence (soit le plancher assujéti à un tampon) par une solution à long terme (soit la composante de Risque de Tension), l'analyse des risques suggère qu'on ne doit s'attendre à aucune incidence notable sur les exigences à l'égard du fonds de garantie ni du fonds de compensation.

En outre, lorsque comparé à l'effet additif du plancher assujéti à un tampon, la composante de Risque de Tension s'avère d'une meilleure complémentarité avec le plancher de volatilité. En effet, en période de faible volatilité, les niveaux de marge seraient inférieurs à celui des marges générées par le plancher assujéti à un tampon; en période d'augmentation de la volatilité, ils seraient équivalents, mais plus « réactifs »; et en période de tension, ils seraient plus « persistants ». Autrement dit, les grandes différences entre les deux mesures apparaissent dans les périodes où le plancher assujéti à un tampon est pleinement activé, ce qui correspond à des périodes où la volatilité de marché est exceptionnellement faible.

Compte tenu des effets encore présents de la COVID-19 dans la dernière année et des récents épisodes de volatilité modérée sur les marchés de capitaux, les niveaux de marge pour les dérivés sur actifs devraient poursuivre leur lente diminution jusqu'au deuxième trimestre de 2021, si la tendance actuelle de volatilité se poursuit. Cette période correspond à la période d'après-crise telle qu'évoquée ci-dessus, pendant laquelle les niveaux des marges devraient être légèrement plus « persistants » sous la modification de modèle proposée. Par conséquent, la CDCC estime que le fonds de garantie aurait connu une faible augmentation si la composante de Risque de

⁸ https://www.lch.com/system/files/media_root/2019%20PFMI%20Assessment_%20public%20version%20Final.pdf

Tension avait été mise en œuvre avant la fin de 2020, mais que l'incidence se dirige vers l'équilibre (pas d'impact) avec une mise en œuvre prévue pour le deuxième trimestre de 2021.

Puisque le modèle proposé n'a pas d'incidence sur le mode de calcul du fonds de compensation et que son effet est considéré comme faible sur le niveau de la marge initiale de base (qui est un paramètre d'entrée servant à calibrer le fonds de compensation), la CDCC ne prévoit aucune incidence notable sur le niveau du fonds de compensation.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'ont aucune incidence sur le système de compensation (SOLA) ou sur le système de gestion du risque. En fait, tant le système de compensation que le système de gestion du risque font un usage externe des informations à traiter (calcul de l'IM).

En ce qui concerne les systèmes-technologiques-des-utilisateurs-finiaux, la CDCC s'attend à une incidence moyenne, puisque l'intégration de la modification de modèle proposée exigera un développement nouveau dans le processus actuel de calcul de l'IM.

La CDCC a prévu la réalisation d'essais d'acceptation par l'utilisateur avant la mise en œuvre afin de s'assurer du traitement approprié des modifications dans tous les systèmes technologiques touchés.

iii. Incidences sur les fonctions de négociation

Les modifications proposées n'ont aucune incidence sur les règles ou les systèmes de négociation de la Bourse de Montréal.

iv. Intérêt public

La CDCC est d'avis que les modifications proposées ne sont pas contraires à l'intérêt public. En fait, le public et les membres compensateurs réclament généralement des règles claires qui sont conformes aux pratiques d'excellence des autres chambres de compensation ainsi qu'aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers.

En outre, la CDCC estime que les modifications servent l'intérêt public, puisque la CDCC améliore l'efficacité de ses modèles de calcul de l'intervalle de marge sans que cela ait de répercussions défavorables sur ses membres compensateurs en période de tension; ainsi, les modifications devraient être bénéfiques pour l'ensemble du marché et contribuer à renforcer celui-ci.

IV. PROCESSUS

Les modifications proposées, de même que la présente analyse, doivent être soumises à l'approbation du conseil d'administration de la CDCC, puis présentées à l'Autorité des marchés financiers, conformément au processus d'autocertification, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, conformément aux règles énoncées à l'appendice A de l'annexe C de la décision de reconnaissance de la CDCC datée du 8 avril 2014 (dans sa version modifiée de temps à autre). Les modifications proposées et l'analyse seront également présentées à la Banque du Canada, conformément à l'accord de surveillance réglementaire. Les modifications proposées devraient entrer en vigueur au cours du deuxième trimestre de 2021.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

- Annexe 1 : Manuel des risques modifié

ANNEXE 1 : MANUEL DES RISQUES MODIFIÉ
VERSION AVEC MARQUES DE RÉVISION



MANUEL DES RISQUES

12 JUIN 2020

Section 1 : Dépôts de garantie

Comme il est indiqué dans les règles, chaque membre compensateur est tenu de déposer auprès de la CDCC une marge déterminée par elle. Les dépôts doivent être effectués sous forme de garantie admissible, comme le précise la rubrique 2 du présent manuel des risques, et représenter un montant suffisant compte tenu de la valeur marchande et des décotes applicables.

La CDCC exige des dépôts de garantie pour couvrir deux types d'exigences, soit :

- l'exigence de marge;
- l'exigence relative au fonds de compensation.

1.1 EXIGENCE DE MARGE

L'exigence de marge est composée de la marge initiale et de la marge de variation.

1.1.1 Marge initiale

La marge initiale est composée de la marge initiale de base (ou de la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et des marges supplémentaires. Afin de couvrir la marge initiale décrite ci-dessous, les membres compensateurs sont tenus de faire des dépôts, auprès de la CDCC, sous une forme acceptable qui est précisée à la rubrique 2 du présent manuel des risques.

1.1.1.1 Marge initiale de base

L'exigence de marge initiale de base couvre les pertes potentielles et le risque de marché qui peuvent survenir à la suite de fluctuations défavorables futures des cours et/ou de certains facteurs de risque dans le portefeuille de chaque membre compensateur dans des conditions normales du marché.

La méthode de calcul du risque relatif aux options, aux contrats à terme et aux éléments non réglés intègre la volatilité historique du rendement journalier des biens sous-jacents des options, des éléments non réglés et des contrats à terme sur actions, de même que du rendement journalier des prix des contrats à terme (autres que les contrats à terme sur actions). En outre, dans le cadre de cette méthode, la CDCC utilise un estimateur de volatilité, un niveau de confiance supérieur à 99 % selon une hypothèse de distribution normale ou une loi de Student et un nombre variable de jours qui représente la période de marge en risque.

La CDCC tient compte également de diverses mesures visant à atténuer la procyclicité des marges :

- une composante de Risque de Tension calculée au moyen d'une valeur à risque en période de tension (VaRPT) et d'un facteur de pondération de 25 %;
- un plancher de volatilité, correspondant à la moyenne de l'estimateur de la volatilité quotidienne observé sur les 10 dernières années.

La méthode de calcul du risque relatif aux opérations sur titres à revenu fixe est la méthode fondée sur la valeur à risque¹. Cette méthode implique une réévaluation complète et repose sur des courbes zéro coupon. En outre, dans le cadre de cette méthode, la CDCC utilise un estimateur de volatilité, un multiplicateur de tampon de marge destiné à prévenir une forte diminution de l'exigence de marge en période de faible volatilité, un niveau de confiance supérieur à 99 % et un nombre variable de jours qui représente la période de marge en risque.

Se reporter aux rubriques 6.1 et 6.2 pour obtenir de plus amples renseignements sur le calcul de la marge initiale de base.

En ce qui concerne les membres compensateurs à responsabilité limitée, la marge initiale de base est multipliée par le ratio effectif pour calculer la marge initiale de base rajustée. Se reporter à la rubrique 6.3 pour obtenir de plus amples renseignements sur le recalibrage du ratio effectif.

1.1.1.2 Marges supplémentaires

En plus de la marge initiale de base (ou de la marge initiale de base rajustée, selon le cas), la CDCC exige des dépôts de garantie pour les marges supplémentaires suivantes :

- (1) la marge supplémentaire pour le risque de liquidité;
- (2) la marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique;
- (3) la marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement;
- (4) la marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier;
- (5) la marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée;
- (6) la marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire;
- (7) la marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation;
- (8) la marge supplémentaire pour le risque de crédit;
- (9) la marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée;
- (10) toute autre marge supplémentaire.

¹ La même méthode de calcul utilisée pour les opérations sur titres à revenu fixe est appliquée à la livraison physique des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada.

| [...]

Section 6 : Annexe

6.1 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPTIONS, LES CONTRATS À TERME ET LES ÉLÉMENTS NON RÉGLÉS ²

Il est à noter que la présente rubrique ne concerne que les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Aux fins du calcul de la marge initiale de base, la méthode d'évaluation des risques repose sur la plage de fluctuation du cours et sur la plage de fluctuation de la volatilité, qui sont converties au paramètre de la plage de risques. Le paramètre de la plage de risque représente la différence entre la valeur de liquidation projetée la plus défavorable et le cours de référence initial³. On détermine la valeur de liquidation projetée la plus défavorable de la grille de risques en faisant varier la valeur du bien sous-jacent et la volatilité implicite selon plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions normales du marché. On obtient les valeurs de liquidation projetées au moyen de modèles d'évaluation particuliers comme le modèle de Black 76, le modèle de Black et Scholes et le modèle binomial.

La plage de risques est calculée au niveau du groupe combiné et est libellée dans la même monnaie que le contrat. Pour les contrats appartenant au même groupe combiné, on additionne les résultats de la grille de risques de tous les contrats dans un même scénario. La perte la plus importante représente la plage de risques.

Les autres variables qui ont une incidence sur la valeur de la marge initiale de base sont le débit intra-marchandises, le crédit inter-marchandises et la valeur minimale de la position vendeur sur options. Le tableau ci-après présente les variables utilisées dans le calcul.

Variables d'entrée pour calculer la marge initiale de base	Options	Contrats à terme	Éléments non réglés
Plage de risques	•	•	•
Portefeuille intra-marchandises		•	
Portefeuille inter-marchandises ⁴		•	

² La marge relative aux éléments non réglés découlant d'une livraison physique de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada est établie selon la méthode fondée sur la valeur à risque.

³ Le cours de référence initial est le cours du marché ou le cours théorique établi à partir des observations sur le marché.

⁴ Ne s'applique pas aux contrats à terme sur actions

Valeur minimale de la position vendeur sur options	•		
--	---	--	--

6.1.1 Plage de risques

Le paramètre de la plage de risque représente la différence entre la valeur de liquidation projetée la plus défavorable et le cours de référence initial. On détermine la valeur de liquidation projetée la plus défavorable de la grille de risques en faisant varier la valeur du bien sous-jacent et la volatilité implicite selon plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions normales du marché. Le tableau à la fin de la présente rubrique montre tous les scénarios de risque. On obtient les valeurs de liquidation projetées au moyen de modèles d'évaluation particuliers comme le modèle de Black 76, le modèle de Black et Scholes et le modèle binomial. Si la perte la plus importante est négative, alors on établit la plage de risque à zéro. On compare ensuite la plage de risque avec la valeur minimale de la position vendeur sur options. Ce montant est exigé si la valeur minimale de la position vendeur sur options est supérieure au résultat des grilles de risques.

6.1.1.1 Plage de fluctuation du cours

La plage de fluctuation du cours (PFC) représente la variation potentielle de la valeur du contrat et se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$PFC = \text{prix} \times IM \times \text{taille du contrat}$$

La formule de calcul de l'intervalle de marge (IM) est décrite en détail ~~dans~~ la rubrique 6.5.

6.1.1.2 Plage de fluctuation de la volatilité

La plage de fluctuation de la volatilité (PFV) représente la variation potentielle de la volatilité implicite et se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$PFV = \text{choc de volatilité} \times \sqrt{n}$$

où « n » représente la période de marge en risque, et le « choc de volatilité » représente le niveau de confiance de 95 % associé aux fluctuations quotidiennes historiques de la volatilité de la série, au cours de la dernière année. Les fluctuations quotidiennes sont rajustées à la hausse au moyen de la période de marge en risque. Les valeurs de la plage de fluctuation de la volatilité sont soumises à une valeur plancher et à une valeur plafond.

Scénarios de risque	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Variation de cours du sous-jacent*	0	0	1/3	1/3	-1/3	-1/3	2/3	2/3	-2/3	-2/3	1	1	-1	-1	2	-2
Variation de la volatilité*	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	0	0
Fraction de pondération prise en compte	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	35 %	35 %

* Exprimée en plage de fluctuation

La CDCC actualise la valeur des intervalles de marge, des périodes de marge en risque et des chocs de volatilité à l'occasion.

6.1.2 Débit intra-marchandises

Les positions acheteur sur contrats à terme venant à échéance au cours d'un mois sont automatiquement appariées avec les positions vendeurs sur contrats à terme venant à échéance au cours d'un autre mois. La marge initiale de base en découlant sur ces deux contrats à terme appartenant au même groupe combiné pourrait être moins élevée que le risque réel associé à la combinaison des deux contrats. Aux fins de couverture contre ce risque de position mixte intermensuelle, un débit est appliqué à la marge initiale de base.

Pour les contrats à terme, le débit intra-marchandises, qui est un montant supplémentaire en dollars imputé à chaque combinaison d'un minimum de deux contrats à terme différents, est établi ~~comme suit : par l'application de la formule de calcul de l'intervalle de marge aux gains et pertes quotidiens de la combinaison de contrats à terme sur la période de référence.~~

La formule de calcul de l'intervalle de marge (IM) est décrite en détail à la rubrique 6.5.

$$\text{Débit intra-marchandises} = -\alpha \times \sqrt{n} \times \sigma$$

~~où « n » représente le nombre de jours de la période de marge en risque, « α » correspond à la valeur de confiance équivalant à 99,87 % (trois écarts types) de la distribution normale cumulative (applicable à tous les produits, sauf le contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois [BAX] et les contrats à terme sur le taux CORRA [COA & CRA]) ou à la valeur de confiance équivalant à 99 % de la distribution cumulée du t de Student avec 4 degrés de liberté (applicable au BAX et aux contrats à terme sur le taux CORRA). « σ » est~~

~~L'estimateur de la volatilité des gains et pertes quotidiens de la combinaison de contrats à terme sur la période de référence et est calculé au moyen de la MMPE. De plus amples renseignements sur la MMPE sont fournis à la rubrique 6.5.~~

~~De plus, la CDCC établit une valeur plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE. Ce plancher correspond à la moyenne de l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidien observé sur les 10 dernières années. L'estimateur de la volatilité MMPE qui sera utilisé pour calculer le débit intra-marchandises ne peut être inférieur au plancher calculé.~~

Dans le cas du BAX et des contrats à terme sur le taux CORRA [COA & CRA], la CDCC calcule le débit intra-marchandises pour toutes les combinaisons de positions mixtes et stratégies d'écart papillon et applique la même imputation pour un même groupe de combinaisons avec des échéances rapprochées. Si plusieurs débits intra-marchandises sont ~~définies~~définis, la CDCC accorde la priorité à ceux qui entraînent la plus faible marge initiale de base.

La CDCC actualise les combinaisons et les priorités des positions mixtes pour les débits intra-marchandises à l'occasion.

6.1.3 Crédit inter-marchandises

La CDCC peut prendre en compte la corrélation qui existe entre différents contrats à terme lorsqu'elle calcule la marge initiale de base. La CDCC accordera un crédit conformément à la corrélation historique des rendements des deux contrats à terme. Si plusieurs crédits inter-marchandises sont définis, la CDCC accorde la priorité à celles qui présentent la plus forte corrélation.

La CDCC actualise les débits inter-marchandises et les priorités des positions mixtes à l'occasion.

[...]

6.5 INTERVALLE DE MARGE

L'intervalle de marge (IM) est calculé au moyen de la formule suivante pour le Risque Historique :

$$IM = \sigma_t \times \alpha \times \sqrt{n} \times \sigma$$

$$Risque Historique = \sigma_t \times \alpha \times \sqrt{n}$$

où « n » représente la période de marge en risque, « α » correspond au niveau de confiance équivalant à 99,87 % (trois écarts types) de la distribution normale cumulative (applicable à tous les produits, sauf le BAX, les contrats à terme sur le taux CORRA et les contrats à terme sur l'indice international S&P/MX du cannabis-et les contrats à terme sur le taux CORRA) ou à la valeur de confiance équivalant à 99 % de la distribution cumulée du t de Student avec 4 degrés de liberté (applicable au BAX, aux contrats à terme sur le taux CORRA et aux contrats à terme sur l'indice international S&P/MX du cannabis-et aux contrats à terme sur le taux CORRA). « σ_t » est l'estimateur de la volatilité des rendements du contrat et est calculé en utilisant l'approche de la moyenne mobile à pondération exponentielle (MMPE).

La formule implémentée employée pour l'estimateur de volatilité à tout moment t est :

$$IM = \alpha \times \sqrt{n} \times \sigma$$

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{(1 - \lambda) \sum_{i=1}^{260} \lambda^{i-1} (R_{t-i} - \bar{R})^2}{(1 - \lambda^{260})}}$$

où « R » représente les rendements journaliers des biens sous-jacents des options et des contrats à terme sur actions et les rendements journaliers des prix des contrats à terme (autres que les contrats à terme sur actions), « \bar{R} » représente le rendement moyen au cours de la période concernée et « λ » représente le taux de décroissance. La CDCC utilise un « λ » de 0,99.

De plus, la CDCC tient compte des mesures indiquées ci-après afin d'atténuer la procyclicité des marges:

- Une composante de Risque de Tension calculée au moyen d'une valeur à risque en période de tension (VaRPT):

$$IM^* = (1 - w) \times Risque Historique + w \times Risque de Tension$$

où la composante de *Risque de Tension* est égale à un niveau de confiance équivalent à au moins 99 % de la distribution ordonnée du rendement absolu des actifs sous-jacents ou d'un facteur de risque équivalent sur une période fixe d'au moins 260 jours de forte volatilité de marché, un nombre variable de jours équivalent à la période de marge en risque et un facteur de pondération de 25 % (« w »).

La VaRPT s'applique à l'ensemble des options et des contrats à terme sur indice et sur actions⁵. Pour tous les autres produits (l'ensemble des contrats à terme sur taux d'intérêt), le facteur de pondération est établi à zéro et seule la composante de Risque Historique s'applique⁶.

- Un plancher de volatilité, s'appuyant sur l'approche de la MMPE:

$$IM^{**} = \max (IM^*, \text{Plancher de volatilité})$$

où le plancher de volatilité correspond à la moyenne de l'estimateur de la volatilité quotidienne observé sur les 10 dernières années.

Le plancher de volatilité s'applique à l'ensemble des options, des contrats à terme et des éléments non réglés.

~~De plus la CDCC établit un plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE défini ci-dessus. Ce plancher correspond à la moyenne de l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidien observé sur les 10 dernières années. L'estimateur de la volatilité qui sera utilisé pour calculer l'intervalle de marge ne peut être inférieur au plancher calculé.~~

⁵ La CDCC établit le facteur de pondération à zéro et applique un tampon de 25 % au plancher de volatilité comme méthode alternative dans les cas particuliers où la composante de Risque de Tension n'est pas disponible.

⁶ C'est le cas également pour le calcul du débit intra-marchandises.

VERSION AU PROPRE



MANUEL DES RISQUES

Section 1 : Dépôts de garantie

Comme il est indiqué dans les règles, chaque membre compensateur est tenu de déposer auprès de la CDCC une marge déterminée par elle. Les dépôts doivent être effectués sous forme de garantie admissible, comme le précise la rubrique 2 du présent manuel des risques, et représenter un montant suffisant compte tenu de la valeur marchande et des décotes applicables.

La CDCC exige des dépôts de garantie pour couvrir deux types d'exigences, soit :

- l'exigence de marge;
- l'exigence relative au fonds de compensation.

1.1 EXIGENCE DE MARGE

L'exigence de marge est composée de la marge initiale et de la marge de variation.

1.1.1 Marge initiale

La marge initiale est composée de la marge initiale de base (ou de la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et des marges supplémentaires. Afin de couvrir la marge initiale décrite ci-dessous, les membres compensateurs sont tenus de faire des dépôts, auprès de la CDCC, sous une forme acceptable qui est précisée à la rubrique 2 du présent manuel des risques.

1.1.1.1 Marge initiale de base

L'exigence de marge initiale de base couvre les pertes potentielles et le risque de marché qui peuvent survenir à la suite de fluctuations défavorables futures des cours et/ou de certains facteurs de risque dans le portefeuille de chaque membre compensateur dans des conditions normales du marché.

La méthode de calcul du risque relatif aux options, aux contrats à terme et aux éléments non réglés intègre la volatilité historique du rendement journalier des biens sous-jacents des options, des éléments non réglés et des contrats à terme sur actions, de même que du rendement journalier des prix des contrats à terme (autres que les contrats à terme sur actions). En outre, dans le cadre de cette méthode, la CDCC utilise un estimateur de volatilité, un niveau de confiance supérieur à 99 % selon une hypothèse de distribution normale ou une loi de Student et un nombre variable de jours qui représente la période de marge en risque. La CDCC tient compte également de diverses mesures visant à atténuer la procyclicité des marges :

- une composante de Risque de Tension calculée au moyen d'une valeur à risque en période de tension (VaRPT) et d'un facteur de pondération de 25 %;
- un plancher de volatilité, correspondant à la moyenne de l'estimateur de la volatilité quotidienne observé sur les 10 dernières années.

La méthode de calcul du risque relatif aux opérations sur titres à revenu fixe est la méthode fondée sur la valeur à risque¹. Cette méthode implique une réévaluation complète et repose sur des courbes zéro coupon. En outre, dans le cadre de cette méthode, la CDCC utilise un estimateur de volatilité, un multiplicateur de tampon de marge destiné à prévenir une forte diminution de l'exigence de marge en période de faible volatilité, un niveau de confiance supérieur à 99 % et un nombre variable de jours qui représente la période de marge en risque.

Se reporter aux rubriques 6.1 et 6.2 pour obtenir de plus amples renseignements sur le calcul de la marge initiale de base.

En ce qui concerne les membres compensateurs à responsabilité limitée, la marge initiale de base est multipliée par le ratio effectif pour calculer la marge initiale de base rajustée. Se reporter à la rubrique 6.3 pour obtenir de plus amples renseignements sur le recalibrage du ratio effectif.

1.1.1.2 Marges supplémentaires

En plus de la marge initiale de base (ou de la marge initiale de base rajustée, selon le cas), la CDCC exige des dépôts de garantie pour les marges supplémentaires suivantes :

- (1) la marge supplémentaire pour le risque de liquidité;
- (2) la marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique;
- (3) la marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement;
- (4) la marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier;
- (5) la marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée;
- (6) la marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire;
- (7) la marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation;
- (8) la marge supplémentaire pour le risque de crédit;
- (9) la marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée;
- (10) toute autre marge supplémentaire.

¹ La même méthode de calcul utilisée pour les opérations sur titres à revenu fixe est appliquée à la livraison physique des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada.

[...]

Section 6 : Annexe

6.1 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPTIONS, LES CONTRATS À TERME ET LES ÉLÉMENTS NON RÉGLÉS ²

Il est à noter que la présente rubrique ne concerne que les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Aux fins du calcul de la marge initiale de base, la méthode d'évaluation des risques repose sur la plage de fluctuation du cours et sur la plage de fluctuation de la volatilité, qui sont converties au paramètre de la plage de risques. Le paramètre de la plage de risque représente la différence entre la valeur de liquidation projetée la plus défavorable et le cours de référence initial³. On détermine la valeur de liquidation projetée la plus défavorable de la grille de risques en faisant varier la valeur du bien sous-jacent et la volatilité implicite selon plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions normales du marché. On obtient les valeurs de liquidation projetées au moyen de modèles d'évaluation particuliers comme le modèle de Black 76, le modèle de Black et Scholes et le modèle binomial.

La plage de risques est calculée au niveau du groupe combiné et est libellée dans la même monnaie que le contrat. Pour les contrats appartenant au même groupe combiné, on additionne les résultats de la grille de risques de tous les contrats dans un même scénario. La perte la plus importante représente la plage de risques.

Les autres variables qui ont une incidence sur la valeur de la marge initiale de base sont le débit intra-marchandises, le crédit inter-marchandises et la valeur minimale de la position vendeur sur options. Le tableau ci-après présente les variables utilisées dans le calcul.

Variables d'entrée pour calculer la marge initiale de base	Options	Contrats à terme	Éléments non réglés
Plage de risques	•	•	•
Portefeuille intra-marchandises		•	
Portefeuille inter-marchandises ⁴		•	

² La marge relative aux éléments non réglés découlant d'une livraison physique de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada est établie selon la méthode fondée sur la valeur à risque.

³ Le cours de référence initial est le cours du marché ou le cours théorique établi à partir des observations sur le marché.

⁴ Ne s'applique pas aux contrats à terme sur actions

Valeur minimale de la position vendeur sur options	•		
--	---	--	--

6.1.1 Plage de risques

Le paramètre de la plage de risque représente la différence entre la valeur de liquidation projetée la plus défavorable et le cours de référence initial. On détermine la valeur de liquidation projetée la plus défavorable de la grille de risques en faisant varier la valeur du bien sous-jacent et la volatilité implicite selon plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions normales du marché. Le tableau à la fin de la présente rubrique montre tous les scénarios de risque. On obtient les valeurs de liquidation projetées au moyen de modèles d'évaluation particuliers comme le modèle de Black 76, le modèle de Black et Scholes et le modèle binomial. Si la perte la plus importante est négative, alors on établit la plage de risque à zéro. On compare ensuite la plage de risque avec la valeur minimale de la position vendeur sur options. Ce montant est exigé si la valeur minimale de la position vendeur sur options est supérieure au résultat des grilles de risques.

6.1.1.1 Plage de fluctuation du cours

La plage de fluctuation du cours (PFC) représente la variation potentielle de la valeur du contrat et se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$PFC = \text{prix} \times IM \times \text{taille du contrat}$$

La formule de calcul de l'intervalle de marge (IM) est décrite en détail à la rubrique 6.5.

6.1.1.2 Plage de fluctuation de la volatilité

La plage de fluctuation de la volatilité (PFV) représente la variation potentielle de la volatilité implicite et se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$PFV = \text{choc de volatilité} \times \sqrt{n}$$

où « n » représente la période de marge en risque, et le « choc de volatilité » représente le niveau de confiance de 95 % associé aux fluctuations quotidiennes historiques de la volatilité de la série, au cours de la dernière année. Les fluctuations quotidiennes sont rajustées à la hausse au moyen de la période de marge en risque. Les valeurs de la plage de fluctuation de la volatilité sont soumises à une valeur plancher et à une valeur plafond.

Scénarios de risque	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Variation de cours du sous-jacent*	0	0	1/3	1/3	-1/3	-1/3	2/3	2/3	-2/3	-2/3	1	1	-1	-1	2	-2
Variation de la volatilité*	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	1	-1	0	0
Fraction de pondération prise en compte	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	35 %	35 %

* Exprimée en plage de fluctuation

La CDCC actualise la valeur des intervalles de marge, des périodes de marge en risque et des chocs de volatilité à l'occasion.

6.1.2 Débit intra-marchandises

Les positions acheteur sur contrats à terme venant à échéance au cours d'un mois sont automatiquement appariées avec les positions vendeurs sur contrats à terme venant à échéance au cours d'un autre mois. La marge initiale de base en découlant sur ces deux contrats à terme appartenant au même groupe combiné pourrait être moins élevée que le risque réel associé à la combinaison des deux contrats. Aux fins de couverture contre ce risque de position mixte intermensuelle, un débit est appliqué à la marge initiale de base.

Pour les contrats à terme, le débit intra-marchandises, qui est un montant supplémentaire en dollars imputé à chaque combinaison d'un minimum de deux contrats à terme différents, est établi par l'application de la formule de calcul de l'intervalle de marge aux gains et pertes quotidiens de la combinaison de contrats à terme sur la période de référence.

La formule de calcul de l'intervalle de marge (IM) est décrite en détail à la rubrique 6.5.

Dans le cas du BAX et des contrats à terme sur le taux CORRA [COA & CRA], la CDCC calcule le débit intra-marchandises pour toutes les combinaisons de positions mixtes et stratégies d'écart papillon et applique la même imputation pour un même groupe de combinaisons avec des échéances rapprochées. Si plusieurs débits intra-marchandises sont définis, la CDCC accorde la priorité à ceux qui entraînent la plus faible marge initiale de base.

La CDCC actualise les combinaisons et les priorités des positions mixtes pour les débits intra-marchandises à l'occasion.

6.1.3 Crédit inter-marchandises

La CDCC peut prendre en compte la corrélation qui existe entre différents contrats à terme lorsqu'elle calcule la marge initiale de base. La CDCC accordera un crédit conformément à la corrélation historique des rendements des deux contrats à terme. Si plusieurs crédits inter-marchandises sont définis, la CDCC accorde la priorité à celles qui présentent la plus forte corrélation.

La CDCC actualise les débits inter-marchandises et les priorités des positions mixtes à l'occasion.

[...]

6.5 INTERVALLE DE MARGE

L'intervalle de marge (IM) est calculé au moyen de la formule suivante pour le Risque Historique :

$$\text{Risque Historique} = \sigma_t \times \alpha \times \sqrt{n}$$

où « n » représente la période de marge en risque, « α » correspond au niveau de confiance équivalant à 99,87 % (trois écarts types) de la distribution normale cumulative (applicable à tous les produits, sauf le BAX, les contrats à terme sur le taux CORRA et les contrats à terme sur l'indice international S&P/MX du cannabis) ou à la valeur de confiance équivalant à 99 % de la distribution cumulée du t de Student avec 4 degrés de liberté (applicable au BAX, aux contrats à terme sur le taux CORRA et aux contrats à terme sur l'indice international S&P/MX du cannabis). « σ_t » est l'estimateur de la volatilité des rendements du contrat et est calculé en utilisant l'approche de la moyenne mobile à pondération exponentielle (MMPE).

La formule employée pour l'estimateur de volatilité à tout moment t est :

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{(1 - \lambda) \sum_{i=1}^{260} \lambda^{i-1} (R_{t-i} - \bar{R})^2}{(1 - \lambda^{260})}}$$

où « R » représente les rendements journaliers des biens sous-jacents des options et des contrats à terme sur actions et les rendements journaliers des prix des contrats à terme (autres que les contrats à terme sur actions), « \bar{R} » représente le rendement moyen au cours de la période concernée et « λ » représente le taux de décroissance. La CDCC utilise un « λ » de 0,99.

De plus, la CDCC tient compte des mesures indiquées ci-après afin d'atténuer la procyclicité des marges:

- Une composante de Risque de Tension calculée au moyen d'une valeur à risque en période de tension (VaRPT):

$$IM^* = (1 - w) \times \text{Risque Historique} + w \times \text{Risque de Tension}$$

où la composante de *Risque de Tension* est égale à un niveau de confiance équivalent à au moins 99 % de la distribution ordonnée du rendement absolu des actifs sous-jacents ou d'un facteur de risque équivalent sur une période fixe d'au moins 260 jours de forte volatilité de marché, un nombre variable de jours équivalent à la période de marge en risque et un facteur de pondération de 25 % (« w »).

La VaRPT s'applique à l'ensemble des options et des contrats à terme sur indice et sur actions⁵. Pour tous les autres produits (l'ensemble des contrats à terme sur taux d'intérêt), le facteur de pondération est établi à zéro et seule la composante de Risque Historique s'applique⁶.

- Un plancher de volatilité, s'appuyant sur l'approche de la MMPE:

⁵ La CDCC établit le facteur de pondération à zéro et applique un tampon de 25 % au plancher de volatilité comme méthode alternative dans les cas particuliers où la composante de Risque de Tension n'est pas disponible.

⁶ C'est le cas également pour le calcul du débit intra-marchandises.

$$IM^{**} = \max (IM^*, \text{Plancher de volatilité})$$

où le plancher de volatilité correspond à la moyenne de l'estimateur de la volatilité quotidienne observé sur les 10 dernières années.

Le plancher de volatilité s'applique à l'ensemble des options, des contrats à terme et des éléments non réglés.

7.3.2 Publication

Instinet Canada Cross Limited Demande de dispense

Vu la demande sous examen coordonné visant à obtenir une dispense de l'obligation d'engager une partie compétente pour effectuer un examen indépendant de chacun des systèmes pour les années 2020 et 2021 (« la dispense demandée ») complétée par Instinet Canada Cross Limited (« Instinet » ou le « demandeur ») conformément à l'Instruction générale 11-203 relative au traitement des demandes de dispense dans plusieurs territoires (l'« examen coordonné ») en vertu de laquelle l'autorité principale est la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (l'« autorité principale »);

Vu le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, RLRQ, c. V-1.1, r. 5 (le « Règlement 21-101 ») et en particulier l'article 12.2 portant sur l'examen des systèmes;

Vu les déclarations du demandeur, notamment que :

1. Instinet est une personne morale établie en vertu des lois du Canada dont l'activité principale consiste à exploiter un système de négociation parallèle au sens du Règlement 21-101 destiné exclusivement à la négociation de titres de capitaux propres (« Système Instinet »);
2. Instinet est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières et du Fonds canadien de protection des épargnants et est inscrit à titre de courtier en placement en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba, en Ontario et au Québec;
3. Système Instinet n'est connecté à aucun autre marché de titres de capitaux propres et ne peut avoir aucune incidence sur un tel marché ni être touché par celui-ci;
4. Pour chacun de ses systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance des marchés, Instinet a élaboré et maintient les éléments suivants :
 - a) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre;
 - b) un système adéquat de contrôle interne de ces systèmes;
 - c) des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;
5. Conformément aux pratiques commerciales prudentes, le demandeur prend les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année :
 - a) il effectue des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future de ses systèmes;
 - b) il soumet ses systèmes à des simulations de crise pour déterminer leur capacité de traiter les opérations de manière exacte, rapide et efficace;
 - c) il teste ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;
 - d) il examine la vulnérabilité de Système Instinet et des opérations informatiques du centre de données quant aux menaces informatiques provenant tant de l'interne que de l'externe, y compris les risques matériels et les catastrophes naturelles;

6. Les volumes actuels d'opérations et de saisie des ordres de Système Instinet correspondent à moins de 1 % de ce que permettent sa conception et sa capacité maximale actuelles et, à ce jour, Système Instinet n'a subi aucune panne;
7. Le volume actuel d'opérations est de moins de 1 % de l'activité sur les marchés canadiens de titres de capitaux propres;
8. Système Instinet fait en tout temps l'objet d'une surveillance afin de veiller à ce que tous ses éléments continuent de fonctionner et demeurent sécurisés;

Vu l'article 15.1 du Règlement 21-101;

Vu l'article 263 de la Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ, c. V-1.1;

Vu les pouvoirs délégués conformément à l'article 24 de la Loi sur l'encadrement du secteur financier, RLRQ, c. E-6.1;

Vu l'analyse effectuée par la Direction de l'encadrement des activités de négociation et sa recommandation d'accorder la dispense du fait qu'elle ne porte pas atteinte à l'intérêt public.

En conséquence, l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») accorde la dispense demandée aux conditions suivantes :

1. Instinet devra aviser rapidement l'Autorité de tout changement important touchant les déclarations figurant aux présentes, ainsi que tout changement important de son résultat financier net annuel, de sa part de marché ou du volume quotidien d'opérations de son système;
2. Instinet devra faire effectuer par Instinet Incorporated, pour les années 2020 et 2021 inclusivement, des examens complets et à jour de son système et de ses contrôles ayant sensiblement la même étendue que celle d'un examen indépendant des systèmes, afin de s'assurer qu'il continue de se conformer aux déclarations figurant aux présentes, et il devra établir des rapports écrits relatifs à ces examens qu'il déposera auprès de l'Autorité au plus tard dans les 30 jours où le rapport est déposé à son conseil ou son comité d'audit ou le 60e jour suivant la fin de l'année civile, selon la première de ces éventualités. Ces examens et les rapports écrits y afférents devront être à la satisfaction de l'Autorité.

La présente décision prendra effet à compter de la date du document de décision émis par l'autorité principale.

Fait le 29 janvier 2021.

Élaine Lanouette
Directrice principale de l'encadrement des activités de marché et des dérivés

Décision n°: 2021-DPESM-0001



AVIS DE CONFORMITÉ

EN VERTU DE L'ARTICLE 22 DE LA LOI SUR LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS

MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. CONCERNANT LES LIMITES DE POSITIONS

Le soussigné confirme que les modifications et, s'il y a lieu, les ajouts et les abrogations aux règles, politiques et procédures de Bourse de Montréal Inc. ont été apportés conformément à la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

FAIT à MONTRÉAL le 2 février 20 21

(s) Alexandre Normandeau
Alexandre Normandeau, Conseiller juridique
BOURSE DE MONTRÉAL INC.

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.