

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

Avis de publication

Avis 23-328 du personnel des ACVM : Régime de protection des ordres : seuil de part de marché du 1er avril 2021 au 31 mars 2022

(Texte publié ci-dessous)



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

Avis 23-328 du personnel des ACVM *Régime de protection des ordres : seuil de part de marché du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022*

Le 25 février 2021

Introduction

Le 20 juin 2016, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) ont publié un avis¹ (**l'Avis de 2016**) relatif à la mise en œuvre du seuil de part de marché. Le présent avis met à jour la liste des marchés protégés et non protégés publiée le 13 février 2020. Cette liste sera en vigueur du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022. Nous soulignons qu'aucun changement n'a été apporté depuis la liste publiée l'an dernier.

Il est possible de consulter cet avis sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.fcnb.ca
nssc.novascotia.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca

Objet

Le présent avis a pour objet de donner la liste des marchés affichant des ordres protégés (les **marchés protégés**) et de ceux dont les ordres ne seront pas protégés (les **marchés non protégés**) pour l'application du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) et du régime de protection des ordres (le **RPO**) pendant la période allant du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022 pour l'une des raisons suivantes :

- i) ils ne fournissent pas de fonctionnalité de négociation automatisée du fait qu'ils imposent un délai intentionnel dans le traitement des ordres;
- ii) ils n'atteignent pas le seuil de part de marché.

Le seuil de part de marché a été fixé à 2,5 %².

¹ Avis 23-316 du personnel des ACVM, *Régime de protection des ordres : mise en œuvre du seuil de part de marché et modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation.*

² L'Avis 23-316 du personnel des ACVM comprend une description du mode de calcul du seuil de part de marché.

Obligations prévues par le RPO

L'article 6.1 du Règlement 23-101 prévoit que le marché doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours sur une offre d'achat ou de vente protégée dotée d'un meilleur cours. L'article 6.4 de ce règlement impose la même obligation aux participants au marché qui assurent la conformité au RPO en saisissant des ordres à traitement imposé.

Au sens de l'article 1.1 du Règlement 23-101, une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée s'entend d'une offre d'achat ou de vente affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité de négociation automatisée et à l'égard de laquelle de l'information est fournie à une agence de traitement de l'information.

L'article 1.1.2.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* traite des situations dans lesquelles un marché ayant introduit un délai intentionnel dans le traitement des ordres ne serait pas considéré comme offrant la fonctionnalité de négociation automatisée et, dès lors, les ordres qui y sont affichés ne seraient pas protégés.

Les ordres négociés sur les marchés « opaques » ne sont pas protégés puisqu'ils ne sont pas affichés. Ainsi, pour l'application du RPO, les ordres négociés sur ICX, LiquidNet, MATCHNow, sur le registre opaque de la Bourse Neo (NEO-D) et Nasdaq CXD sont non protégés.

Liste des marchés protégés et non protégés

On trouvera ci-après la liste des marchés protégés et non protégés.

Les ordres affichés sur les marchés indiqués dans le Tableau 1 ci-dessous sont protégés, soit parce que le marché atteint le seuil de part de marché, soit parce qu'ils visent des titres qui sont inscrits à la cote de ce marché et y sont négociés :

Tableau 1 – Marchés affichant des ordres protégés

Marché	Part de marché	État	Motif pour lequel il est protégé
NEO-L	4,98	Protégé	Seuil de part de marché atteint
CSE	7,46	Protégé	Seuil de part de marché atteint
Nasdaq CXC	10,95	Protégé	Seuil de part de marché atteint
Nasdaq CX2	5,25	Protégé	Seuil de part de marché atteint
Omega	3,79	Protégé	Seuil de part de marché atteint
TSX	45,34	Protégé	Seuil de part de marché atteint
TSX de croissance	9,63	Protégé	Seuil de part de marché atteint

Les ordres affichés sur les marchés indiqués dans le Tableau 2 ci-dessous ne seront pas protégés parce que ceux-ci n'offrent pas la fonctionnalité de négociation automatisée, n'atteignent pas le seuil de part de marché ou n'affichent pas d'ordres.

Tableau 2 – Marchés dont les ordres ne sont pas protégés

Marché	Part de marché	État	Motif pour lequel il est non protégé
NEO-N	4,29	Non protégé	Absence de fonctionnalité de négociation automatisée
Alpha	8,24	Non protégé	Absence de fonctionnalité de négociation automatisée
Lynx	0,07	Non protégé	Seuil de part de marché non atteint
ICX		Non protégé	Ordres non affichés
LiquidNet		Non protégé	Ordres non affichés
MATCHNow		Non protégé	Ordres non affichés
Nasdaq CXD		Non protégé	Ordres non affichés
NEO-D		Non protégé	Ordres non affichés

AVIS AU PUBLIC

Désormais, le présent avis ne sera publié que si des changements sont apportés à la liste des marchés protégés ou non protégés.

QUESTIONS

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction de l'encadrement des activités de négociation Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca	Serge Boisvert Analyste à la réglementation Direction de l'encadrement des activités de négociation Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario abazavan@osc.gov.on.ca	Alex Petro Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario apetro@osc.gov.on.ca
H. Zach Masum Manager, Legal Services British Columbia Securities Commission zmasum@bcsc.bc.ca	Jesse Ahlan Regulatory Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission jesse.ahlan@asc.ca

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

Services de dépôt et de compensation CDS inc. (la « CDS ») – Modification importante proposée visant à éliminer le modèle de remise de frais et modifications proposées visant à supprimer les frais de transmission de fichiers de rapports (projet révisé)

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la CDS, de modification importante proposée visant à éliminer le modèle de remise de frais et modifications proposées visant à supprimer les frais de connectivité réseau et les frais de transmission de fichiers de rapports, afin de financer des améliorations technologiques. Considérant que la modification vise certaines conditions imposées à Groupe TMX Limitée, à l'époque Corporation d'Acquisition Groupe Maple, dans le contexte de l'acquisition de la CDS, l'Autorité met à la disposition des participants le lien faisant référence à la [Décision n° 2012-PDG-0142](#).

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 29 mars 2021, 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 : 514 864-63811
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

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

Marie Élisabeth Lafleur
Analyste experte aux OAR
Direction de l'encadrement des activités de compensation
Téléphone : 514.395.0337, poste 4608
Numéro sans frais : 1.877.525.0337
Télécopieur : 514.873.7455
Courrier électronique : marie-elizabeth2@lautorite.qc.ca

Sami Gdoura
Analyste expert en produits dérivés
Direction de l'encadrement des activités de compensation
Téléphone : 514.395.0337, poste 4395
Numéro sans frais : 1.877.525.0337
Télécopieur : 514.873.7455
Courrier électronique : sami.gdoura@lautorite.qc.ca

Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (la « CDCC ») – Modifications apportées au manuel des risques de la CDCC pour mettre en place un nouveau processus de recalibrage du modèle de risque

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la CDCC, de modifications à son manuel des risques pour mettre en place un nouveau processus de recalibrage du modèle de risque afin d'améliorer sa flexibilité et sa réactivité à adapter ses modèles de marge initiale de base, lorsque nécessaire, à la suite (i) d'un événement externe (événement ou situation d'ordre financier, politique ou économique d'envergure nationale ou internationale) ou (ii) d'une évaluation interne de la CDCC, effectuée au moyen des contrôles ex-post et d'analyses de sensibilité, et conduisant au besoin de recalibrer les modèles de risque et d'améliorer leur rendement.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 26 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 activités 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 activités 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

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Marges obligatoires proposées dans le cas des produits structurés

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par l'OCRCVM, de modification à l'article 2 de la Règle 100 des courtiers membres et à la Règle 5400 de l'OCRCVM pour permettre de calculer la marge

(couverture) des produits structurés à l'aide d'un taux fixe ou d'une méthode modulaire (le « projet de modification »). Le projet de modification vise principalement à reconnaître officiellement une méthode de calcul de la marge pour les produits structurés, étant donné que les Règles des courtiers membres et les Règles de l'OCRCVM ne traitent pas expressément de la marge prescrite pour ces produits.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 12 avril 2021, 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 :

Pascal Bancheri
Analyste expert
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4354
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4354
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : pascal.bancheri@lautorite.qc.ca

Jean-Simon Lemieux
Analyste expert
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4366
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4366
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : jean-simon.lemieux@lautorite.qc.ca

Avis et sollicitation de commentaires – Projet révisé – Modifications proposées visant à éliminer le modèle de remise de frais, ainsi qu'à supprimer les frais de connectivité réseau et les frais de transmission de fichiers de rapports

Services de dépôt et de compensation CDS inc.

PROJET RÉVISÉ

MODIFICATION IMPORTANTE PROPOSÉE VISANT À ÉLIMINER LE MODÈLE DE REMISE DE FRAIS

et

MODIFICATIONS PROPOSÉES VISANT À SUPPRIMER LES FRAIS DE CONNECTIVITÉ RÉSEAU et LES FRAIS DE TRANSMISSION DE FICHIERS DE RAPPORTS

AVIS ET SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

I. DESCRIPTION DES MODIFICATIONS PROPOSÉES ET CONTEXTE

A. Contexte du présent projet révisé

En décembre 2019, les principales autorités de réglementation de la société Services de dépôt et de compensation CDS inc. (la « **CDS** ») ont publié un Avis et sollicitation de commentaires portant sur un projet de modification qui, une fois approuvé, aurait entraîné l'abolition du modèle de remise de frais et la suppression des frais de connectivité réseau (la « **demande initiale** »). La CDS a reçu neuf lettres de commentaires en réponse à la demande initiale ainsi que des commentaires officieux de la part d'adhérents et d'autorités de réglementation.

En réponse à l'ensemble de ces commentaires, la CDS a apporté des modifications dont résulte le présent projet modifié (la « **demande modifiée** »). Elle retire par conséquent la demande initiale publiée par ses principales autorités de réglementation le 19 décembre 2019.

B. Sommaire

La CDS propose d'apporter trois modifications au modèle de tarification actuel. Les deux premières modifications sont identiques à celles qui avaient été présentées dans la demande initiale. La première et plus importante modification proposée par la CDS vise à modifier son modèle de tarification en éliminant les remises versées annuellement aux adhérents en fonction de leur utilisation respective de ses services. La seconde modification vise à supprimer les frais de connectivité réseau qui sont actuellement assumés par les adhérents. La troisième modification, qui ne faisait pas partie de la demande initiale, vise à supprimer les frais facturés pour la transmission de fichiers de rapports pour des rapports qui sont produits par la CDS à la demande d'adhérents qui les utilisent dans le cadre de certains processus opérationnels. Cette troisième modification

devrait entraîner des économies annuelles de l'ordre de 1 million de dollars pour les adhérents.

La proposition visant à éliminer les remises a pour but de permettre à Groupe TMX Limitée (« **TMX** ») d'effectuer les investissements importants nécessaires à l'heure actuelle dans la modernisation de la technologie de la CDS et de financer adéquatement les mises à niveau technologiques nécessaires avec le temps tout en obtenant un taux convenable de rendement du capital investi en immobilisations. La modernisation de la technologie de la CDS, maintenant et au fil du temps, est essentielle pour permettre à cette chambre de compensation d'importance systémique de poursuivre ses activités de manière sûre et efficace pour le compte des marchés financiers du Canada.

Les modifications tarifaires proposées auront une incidence variée sur les adhérents. En tenant compte de toutes les modifications de la présente proposition dans leur ensemble, environ le tiers des adhérents verrait diminuer sa facture totale de la CDS (selon les résultats de 2018, 2019 et 2020). Les plus grands utilisateurs de services de base (c.-à-d. ceux dont les frais de services de base annuels de la CDS s'élèvent à plus de 1 million de dollars) verraient, quant à eux, leur facture totale de la CDS augmenter après la mise en œuvre de ces modifications.

1. Modifications apportées au projet depuis la publication de la demande initiale

La présente demande modifiée comporte deux modifications principales par rapport à la demande initiale :

une réduction supplémentaire des frais – comme mentionné ci-dessus, la CDS propose de cesser d'imposer des frais pour la transmission de fichiers de rapports;

le moment de l'élimination des remises – les remises seront éliminées uniquement après la réalisation du projet de modernisation des services de postnégociation.

C. Projet de modernisation des services de postnégociation de la CDS

Le projet de modernisation des services de postnégociation de la CDS vise à renouveler l'infrastructure essentielle de la CDS en remplaçant le système de traitement principal, appelé le CDSX, ainsi que les systèmes connexes. Pour la CDS et ses parties prenantes, le passage à une plateforme technologique moderne, modulable, fiable et plus souple constitue une opération de première importance. La CDS a envisagé différentes solutions pour financer à la fois cet investissement initial essentiel et les dépenses continues requises par cette infrastructure indispensable. Après réflexion, nous avons conclu que l'élimination de la remise constitue une mesure juste et appropriée pour financer le projet

de modernisation des services de postnégociation ainsi que les projets de mise à jour technologique futurs et qu'elle respectera l'exigence de TMX en matière de taux de rendement interne minimal à l'égard des activités de la CDS.

D. Élimination des remises

Actuellement, la CDS offre deux types de remises à ses adhérents. Dans les deux cas, la remise est versée annuellement et de façon proportionnelle en fonction de certains frais payés par les adhérents. Premièrement, chaque année, la CDS partage avec ses adhérents la moitié de l'augmentation des produits annuels tirés des services de compensation et des autres services de base par rapport aux produits annuels rajustés de l'exercice clos le 31 octobre 2012. Nous appelons cette remise la « **remise 50/50** ». Deuxièmement, chaque année, la CDS effectue également une remise additionnelle aux adhérents en fonction des services de compensation fournis dans le cadre d'opérations sur titres négociés en bourse effectuées soit à une bourse, soit sur un système de négociation parallèle. La valeur de cette remise, qui augmente depuis 2012, est désormais plafonnée à 4 millions de dollars par année. Nous appelons cette remise « **remise supplémentaire** »; elle est également versée annuellement de façon proportionnelle et avec arriérés en fonction des activités de compensation. La CDS propose d'éliminer définitivement à la fois la remise 50/50 et la remise supplémentaire, comme décrit ci-après. Cela voudrait dire qu'une fois que les approbations réglementaires de la demande modifiée auront été obtenues et que le projet de modernisation des services de postnégociation aura été réalisé, la CDS ne versera dorénavant plus de remises annuelles aux adhérents.

E. Suppression des frais de connectivité réseau

La CDS propose de supprimer deux types de frais de connexion aux systèmes de la CDS facturés aux adhérents. Premièrement, les adhérents paient des frais mensuels pour les unités logiques aux fins d'impression et des séances interactives sur l'ordinateur central de la CDS; les factures sont établies en fonction du nombre de ports. Ces frais mensuels (les « **frais relatifs aux ports** ») sont énumérés dans le [Barème de prix 2020 de la CDS](#) sous les codes 7500 à 7503 et 7535, 7540 et 7550. Afin d'atténuer les conséquences de l'élimination des remises de la CDS pour les adhérents, la CDS propose de supprimer ces frais relatifs aux unités logiques et aux ports. De même que l'élimination des remises, la suppression des frais relatifs aux ports dépend de l'obtention des approbations réglementaires de la demande modifiée.

Deuxièmement, les adhérents paient des frais mensuels pour la gestion de la connexion réseau avec la CDS. La CDS entend lever l'obligation de se connecter au moyen du réseau géré par la CDS et, par conséquent, permettra aux adhérents d'utiliser leur propre connexion autogérée pour se connecter à la CDS. Ces frais mensuels de connexion réseau, que nous appelons « **frais réseau ou frais de connexion** », sont énumérés dans le Barème de prix de la CDS sous les codes 7530 à 7534 et 7536 à 7539. Les frais de

réseau ou frais de connexion cesseront d'être facturés à l'adhérent dès que celui-ci migre hors du réseau géré par la CDS. Cette activité de migration a lieu actuellement et, à la fin de 2020, environ 60 % des entités avaient déjà effectué leur migration hors du réseau géré par la CDS. La majorité de ces entités ayant migré ont remplacé leur connexion sans frais en utilisant un lien existant à TMX, lien dédié ou par Internet.

1. Rectificatif

Dans la demande initiale, les codes de facturation 7535, 7540 et 7550 ont été identifiés de manière erronée : ces trois codes de facturation font partie des frais relatifs aux ports.

F. Suppression des frais de connectivité réseau

À titre de nouvelle concession supplémentaire visant à permettre aux adhérents d'obtenir un nouvel avantage compensatoire par rapport à l'incidence de l'élimination des remises, la CDS propose de cesser d'imposer des frais aux adhérents pour les rapports qu'elle leur transmet. Ces rapports sont des fichiers électroniques traités par la CDS qui sont extraits et utilisés pour certains processus opérationnels, comme le rapprochement, la tenue de livres et l'analyse. Les frais relatifs à ces fichiers électroniques, que nous appelons « **frais de transmission de fichiers de rapports** », sont indiqués dans le Barème de prix de la CDS sous le code 6170 *Fichier sortant*.

II. NATURE ET OBJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

Remarque : La section II (A) de la présente demande modifiée demeure inchangée depuis sa publication dans la demande initiale.

A. Modernisation nécessaire de la CDS

L'infrastructure essentielle de la CDS soutient les fonctions de compensation, de règlement et de dépôt des marchés financiers canadiens. Le gouverneur de la Banque du Canada a désigné le système de traitement principal de la CDS, le CDSX, comme étant d'importance systémique pour le système financier du Canada. Des exigences réglementaires fixent des normes de disponibilité du système et visent à assurer le fonctionnement sans heurts de cette infrastructure de première importance. En tant que propriétaire de la CDS, TMX appuie fermement la décision de moderniser les systèmes de la CDS afin que celle-ci continue de respecter les normes de rendement requises par ses activités de compensation et de règlement et qui font l'objet d'une surveillance de la part des autorités de réglementation, y compris les normes de rendement ayant trait à la disponibilité du CDSX.

Avec le projet de modernisation de ses services de postnégociation, la CDS remplace de manière proactive le système central CDSX et renouvelle les systèmes connexes. Le

projet de modernisation a pour but de mettre en place une plateforme technologique qui offrira une fiabilité et une sécurité durables et exceptionnelles et qui procurera une souplesse accrue dans le cadre d'améliorations futures des systèmes. Datant d'une vingtaine d'années, le CDSX repose sur une technologie centrale qui, bien que fiable, est dispendieuse et exige des ressources considérables en entretien. Avec le temps, la prise en charge du logiciel central du CDSX risque de devenir impossible en raison de l'épuisement progressif des ressources humaines en mesure d'assurer le soutien de ce logiciel patrimonial.

Nous estimons que la mise en place d'une plateforme technologique moderne permettra à la CDS d'apporter des modifications futures aux systèmes plus efficacement et à moindres risques qu'elle ne pourrait le faire en modifiant l'actuel système central du CDSX. La modernisation du système vise également à offrir aux adhérents une interface utilisateur plus intuitive leur permettant entre autres de personnaliser la production de leurs rapports. La conception modulaire du nouveau système permettra à la CDS de moduler le système plus efficacement en fonction des besoins futurs en matière de capacité.

B. Éliminer les remises permettra de financer aujourd'hui et demain le développement technologique de l'infrastructure essentielle au secteur

1. Justification de l'élimination des remises

Suivant le plan actuel et selon les hypothèses qui y sont inhérentes, les coûts du projet de modernisation des services de postnégociation visant à remplacer le système central CDSX et à moderniser les systèmes connexes sont évalués entre 120 et 135 millions de dollars et il est prévu que les nouveaux systèmes auront une durée de vie utile de 10 à 15 ans. Lors de l'acquisition de la CDS en 2012, TMX a supposé un taux de rendement interne des activités de la CDS fondé sur des prévisions de résultats d'exploitation de la CDS et sur certaines exigences en matière de capital, comme le capital réglementaire et d'autres fonds d'exploitation. Le taux de rendement interne a également été validé selon un coût moyen pondéré du capital fondé sur le marché pour TMX; on a, par le fait même, vérifié dans quelle mesure il était raisonnable d'utiliser le taux de rendement interne à titre de taux d'actualisation. Aucune affectation de capitaux n'a été prévue pour le remplacement du système central CDSX, ni pour aucune mise à niveau technologique importante.

Si la CDS ne modifie pas son modèle de tarification et de remise actuel, et compte tenu des investissements nécessaires à son projet de modernisation des services de postnégociation, elle ne pourra pas respecter les exigences minimales de TMX en matière de taux de rendement interne. L'injection de fonds nécessaire à la modernisation de cette infrastructure essentielle représente un facteur important qui n'a pas été envisagé à l'époque où la CDS a établi son modèle de tarification en 2012. Bien que nous soyons conscients des conséquences de la présente proposition pour les adhérents, la CDS est

d'avis que l'élimination des remises est la solution la plus efficace et appropriée pour assurer le financement adéquat du projet de modernisation des services de postnégociation et de la mise à niveau technologique future sur une base continue. L'élimination des remises fournira les fonds nécessaires aux investissements, aujourd'hui et dans l'avenir, dans les systèmes et l'infrastructure de la CDS, tout en influant de manière juste et équitable, selon l'analyse de la CDS, sur les frais facturés aux adhérents. L'incidence sur les adhérents, dont il est question à la section III, sera partiellement contrebalancée par la suppression des frais de connectivité réseau et des frais de transmission de fichiers de rapports.

2. Incidence de l'élimination des remises

La valeur totale des remises versées aux adhérents par la CDS varie d'année en année. En raison de la variation des produits tirés des services de compensation et autres services de base de la CDS, la valeur de la remise 50/50 varie année après année. Pour la période de cinq ans allant de 2016 à 2020 inclusivement, la CDS a versé en moyenne 6,0 millions de dollars par année en remise 50/50. La valeur de la remise supplémentaire est quant à elle un montant fixe (établi conformément aux décisions de reconnaissance de la CDS) qui a augmenté entre 2013 et 2016. En 2016, la remise supplémentaire a atteint son plafond de 4 millions de dollars par année. La remise annuelle moyenne totale de 10,0 millions de dollars versée par la CDS pour la période de cinq ans allant de 2016 à 2020 inclusivement représente 10 % des produits consolidés de la CDS (avant versement des remises) en moyenne de cette période.

C. Supprimer les frais de connectivité réseau atténue l'incidence de l'élimination des remises

1. Les frais relatifs aux ports et aux unités logiques

Sous réserve de son approbation, la présente proposition prévoit la suppression des frais mensuels relatifs aux ports (codes de frais 7500 à 7503 et 7535, 7540 et 7550 du Barème de prix de la CDS). Il est courant pour les fournisseurs d'infrastructure financière comme les chambres de compensation et les bourses d'imposer des frais d'accès à leurs adhérents et participants. Ces frais d'accès sont perçus afin de compenser les ressources utilisées par le fournisseur d'infrastructure financière pour le maintien des points d'accès reliant les adhérents aux systèmes de l'infrastructure. Le personnel des services technologiques de la CDS voit à maintenir une connexion fluide et continue vers les systèmes de la CDS. À la CDS, ces frais sont établis en fonction du nombre d'unités logiques utilisées par chaque adhérent. En 2018, les adhérents ont versé des frais relatifs aux ports totalisant 1,36 million de dollars.

La CDS propose de supprimer les frais relatifs aux ports afin de compenser en partie les adhérents, notamment les plus faibles utilisateurs des services de base

de la CDS, pour l'élimination des remises. La CDS propose de supprimer les frais relatifs aux ports au moment de la mise en œuvre de l'élimination des remises versées aux adhérents, après que le projet de modernisation des services de postnégociation aura été réalisé. (Voir la section IV – *Mise en œuvre des modifications.*) La suppression des frais relatifs aux ports dépend de l'obtention par la CDS de l'approbation de l'élimination des remises.

2. Frais de gestion du service de réseau

Dans le cadre de la transition vers le système modernisé, la CDS retire les adhérents du réseau actuel qui relie la CDS à ses adhérents et ceux-ci se connecteront à la CDS par l'intermédiaire de leurs fournisseurs de réseau actuels. Ce changement de connectivité réseau entraînera la suppression des frais de réseau (codes de frais 7530 à 7534 et 7536 à 7539 du Barème de prix de la CDS) et ne devrait entraîner aucuns frais de réseau supplémentaires pour les adhérents. Grâce à la modernisation de ses systèmes, la CDS et ses adhérents pourront profiter des avantages inhérents à l'abandon du réseau actuel, notamment en permettant aux adhérents de recourir à leurs propres fournisseurs de réseau pour se connecter à la CDS. Nous sommes conscients que ce changement déplacera le point de démarcation des locaux des adhérents vers les locaux de la CDS, mais puisque la plupart des adhérents disposent déjà de leur propre moyen de connectivité aux installations de TMX, nous croyons qu'il est possible de réaliser ce changement sans trop de dépenses ni de complications pour les adhérents. En 2018, les adhérents ont assumé des frais de réseau s'élevant à 1,48 million de dollars.

La CDS prévoit de terminer le passage du réseau géré par la CDS aux réseaux des adhérents au deuxième trimestre de 2021. La CDS a déjà fait migrer quelque 60 % des entités hors du réseau géré par la CDS. En procédant au changement de connexion réseau avant la réalisation du projet de modernisation des services de postnégociation, on s'assure au préalable que les connexions réseau des adhérents fonctionnent bien et que les travaux liés à la connectivité réseau n'empêcheront pas les ressources de se concentrer sur le processus de remplacement du CDSX. La CDS cesse de facturer les frais de réseau dès que la responsabilité de la gestion de la connectivité réseau a été transférée à l'adhérent. Les codes de facturation 7530 à 7534 et 7536 à 7539 du Barème de prix de la CDS seront officiellement supprimés lorsque tous les adhérents auront quitté le réseau de connectivité géré par la CDS. La suppression des frais de réseau ne dépend pas de l'obtention par la CDS de l'approbation de l'élimination des remises.

D. La suppression des frais de transmission de fichiers de rapports représente un avantage supplémentaire pour les adhérents

En réponse aux commentaires recueillis au sujet de la demande initiale, la CDS a analysé les frais imposés aux adhérents afin de déterminer la possibilité de consentir d'autres concessions permettant de compenser une partie de l'incidence de l'élimination des remises. À la suite de cet examen, la CDS propose maintenant de cesser de facturer les rapports qu'elle crée pour les adhérents et qui sont indiqués sous le code de facturation 6170 du Barème de prix de la CDS. Il est prévu que la modernisation des opérations de postnégociation réduise le besoin pour la CDS de créer des rapports statiques puisque les adhérents seront en mesure d'effectuer leur propre analyse et de créer leurs propres rapports. Néanmoins, la CDS a recueilli des commentaires selon lesquels certains adhérents souhaitent que la CDS continue de produire les fichiers de rapports actuels, de manière temporaire ou permanente. En réponse à leur demande, la CDS continuera de créer et de transmettre ces fichiers, sans frais toutefois.

III. CONSÉQUENCES DES MODIFICATIONS

Remarque : La section III (A) de la présente demande modifiée demeure inchangée depuis sa publication dans la demande initiale. L'introduction de la suppression des frais de transmission de fichiers de rapports, bien qu'elle soit globalement significative, ne modifie pas de manière sensible la catégorisation des adhérents concernés dans les sections III (A)(1) et III (A)(2) ci-dessous.

A. Conséquences pour les adhérents

La CDS propose l'élimination des remises et la compensation partielle de celle-ci après avoir conclu que cette mesure constituait une solution juste et équitable pour obtenir le financement des améliorations technologiques actuelles et futures qui sont nécessaires afin d'assurer la pérennité et l'efficacité de la CDS. L'incidence des modifications proposées variera pour chacun des adhérents. En considérant globalement l'élimination des remises et la suppression des frais de connectivité réseau (soit les frais relatifs aux ports et les frais de réseau), nous envisageons qu'environ le tiers des adhérents constateront une réduction nette de leur facturation annuelle de la CDS. Cette portion des adhérents est composée en bonne partie des adhérents qui assument les frais de la CDS les moins élevés (c.-à-d. ceux dont les frais se chiffrent à moins de 1 million de dollars par année). Plus précisément, voici en quoi consisteront les incidences pour les adhérents :

1. Adhérents dont le total des factures de la CDS se chiffre à moins de 1 million de dollars

Plus de 74 % des adhérents de la CDS (67 adhérents) ont payé moins de 1 million de dollars en frais de la CDS en 2018 (le « **groupe d'adhérents dont les frais sont les plus bas** »). Pour ce groupe d'adhérents, l'incidence de l'élimination des

remises est entièrement compensée, en fin de compte, par la suppression des frais de connectivité réseau.

Près de la moitié du groupe d'adhérents dont les frais sont les plus bas (34 adhérents) constateront une baisse nette de leur facturation annuelle de la CDS. Parmi les 33 adhérents restants de ce groupe d'adhérents dont les frais sont les plus bas, selon la facturation de 2018, la CDS a répertorié les adhérents qui, selon elle, devraient être les plus défavorablement touchés. Ainsi, quatre adhérents (sur 67) constateront une hausse comprise entre 11 % et 13 % de leur facture de la CDS. Ces hausses se traduisent par une hausse annuelle allant de 10 000 \$ à 45 000 \$, selon l'adhérent. Dans le groupe d'adhérents dont les frais sont les plus bas, 19 d'entre eux devraient subir une augmentation de 5 % à 10 %, soit une augmentation globale annuelle de 300 \$ à 68 000 \$, selon l'adhérent.

En résumé, parmi les 67 adhérents¹ ayant assumé une facture totale de moins de 1 million de dollars en 2018, nous nous attendons à ce que les frais varient tel qu'il est indiqué ci-dessous si les modifications sont approuvées et intégralement mises en œuvre (en fonction du niveau d'activité de 2018) :

- 4 adhérents : augmentation des frais de plus de 10 %
- 19 adhérents : augmentation des frais de 5 % à 10 %
- 9 adhérents : augmentation des frais de moins de 5 %
- 1 adhérent : aucun changement
- 34 adhérents : diminution des frais

2. Adhérents dont la facturation annuelle de la CDS se chiffre à au moins 1 million de dollars

On constate que 23 des adhérents de la CDS ont assumé des frais d'au moins 1 million de dollars en 2018 (le « **groupe d'adhérents dont les frais sont les plus élevés** »). En 2018, les 23 adhérents faisant partie du groupe d'adhérents dont les frais sont les plus élevés ont versé des frais totaux approximatifs de 61,6 millions de dollars (avant remise) et ont reçu des remises approximatifs de 8,5 millions de dollars. Ces adhérents ont versé approximativement 80 % de l'ensemble des frais et ont reçu approximativement 85 % de toutes les remises perçues par les adhérents. L'effet de l'élimination des remises est fortement concentré sur ces 23 adhérents. Il se fait encore plus sentir auprès des entreprises qui comptent plus d'un adhérent de la CDS au sein de leur organisation. La consolidation des données suggère que les 6 organisations comptant plus d'un adhérent de la CDS ont versé approximativement 60 % des frais et reçu approximativement 74 % de l'ensemble des remises. Le groupe d'adhérents dont

¹ La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (« CDCC »), société affiliée de la CDS, est comprise dans ce groupe d'adhérents. La CDCC assume les mêmes frais que les adhérents non affiliés à la CDS. La CDCC verra sa facture de la CDS augmenter si la présente proposition est approuvée.

les frais sont les plus élevés est composé de banques de l'annexe I, de grands courtiers nationaux et d'adhérents fournissant des services de compensation correspondants.

En résumé, parmi les 23 adhérents ayant assumé une facture totale d'au moins 1 million de dollars en 2018, nous nous attendons à ce que les frais augmentent tel qu'il est indiqué ci-dessous si les modifications sont approuvées et intégralement mises en œuvre (en fonction du niveau d'activité de 2018) :

- 1 adhérent : augmentation des frais de plus de 18 %
- 5 adhérents : augmentation des frais de 13 à 18 %
- 10 adhérents : augmentation des frais de 5 à 10 %
- 7 adhérents : augmentation des frais de moins de 5 %

3. Les frais de la CDS sont parmi les plus bas à l'échelle mondiale

La CDS avance que l'élimination de ces remises est appropriée, car ses frais sont parmi les plus bas à l'échelle mondiale, et ils le seront toujours après l'élimination des remises. Selon un rapport produit en 2019 pour le compte de la CDS par un consultant externe, il appert que les frais de la CDS sont parmi les plus bas comparativement à 11 autres chambres de compensation à l'échelle mondiale (contreparties centrales et dépositaires centraux de titres). Ce rapport a été remis aux organismes de réglementation de la CDS et un résumé a été affiché à l'intention des adhérents de la CDS sur le portail du projet de modernisation des services de postnégociation². Le rapport produit se fonde sur le Barème de prix de la CDS. Cette analyse comparative ne tient donc pas compte de l'effet des remises annuelles aux adhérents de la CDS. Par conséquent, les frais payés par les adhérents de la CDS étaient en fait inférieurs à ceux qui ont été utilisés aux fins de l'analyse comparative.

Selon nous, l'analyse des frais de la CDS par rapport à ceux qui sont exigés pour des services comparables à l'étranger constitue un élément clé à prendre en considération pour déterminer si la présente proposition est juste et raisonnable. Comme expliqué plus loin à la section IX, les frais exigés aux adhérents de la CDS sont les plus bas à l'échelle mondiale en ce qui concerne la compensation et le règlement des opérations sur titres à revenu fixe ainsi que des opérations sur titres hors cote. Les frais exigés par la CDS pour la compensation et le règlement des opérations boursières sont au deuxième rang des plus bas à l'échelle mondiale; seule la DTCC, aux États-Unis, offre des services de compensation d'opérations boursières à moindres frais. Qui plus est, même après l'élimination des remises, la CDS demeurerait l'un des fournisseurs de services de compensation et de règlement les moins chers du monde. Les adhérents de la CDS bénéficieraient

² Le résumé de ce rapport est aussi publié à l'adresse suivante : <https://www.cds.ca/resource/fr/196> (en anglais seulement).

encore des services de chambre de compensation parmi les plus efficaces dans le monde, même une fois éliminées les remises de frais.

B. Conséquences pour la CDS

La CDS a versé des remises se chiffrant à 10,1 millions de dollars en 2018. Ce montant représente 10 % du produit consolidé (avant remises) de la CDS de 2018. Comme expliqué ci-dessus, la suppression des frais de connectivité réseau (frais relatifs aux ports et frais de réseau) représente 2,84 millions de dollars pour les adhérents qui reçoivent les remises. De plus, d'autres entités qui ne sont pas des adhérents cesseront également de payer les frais de réseau, ce qui entraînera une réduction supplémentaire de 0,5 million de dollars de produit pour la CDS. La nouvelle suppression des frais de transmission de fichiers de rapports devrait faire épargner environ 1,0 million de dollars de frais par année aux adhérents (selon les données de 2019 et de 2020). Ainsi, alors que la remise annuelle moyenne totale pour la période de cinq ans allant de 2016 à 2020, inclusivement, se chiffrait à 10,0 millions de dollars, l'effet compensateur de la suppression des frais de connectivité réseau pour toutes les entités additionné de celui de la suppression des frais de transmission de fichiers de rapports entraîne une incidence positive nette pour la CDS d'environ 7,2 millions de dollars (selon les données de 2018, 2019 et 2020). La remise annuelle moyenne totale de 10,0 millions de dollars versée par la CDS pour la période de cinq ans allant de 2016 à 2020 inclusivement représente 10 % des produits consolidés de la CDS (avant versement des remises) en moyenne pour cette période.

La CDS s'attend à ce que l'élimination des remises ait également pour effet de faire grimper sa marge de BAII à un niveau qui se rapproche de celui de ses homologues internationaux possédant une structure de propriété analogue. Chose importante pour TMX à titre de société mère de la CDS, il est également prévu que l'élimination des remises et la suppression des frais de connectivité réseau et des frais de transmission de fichiers de rapports permettra aux activités de la CDS d'atteindre le taux de rendement interne minimum (taux d'actualisation) visé par TMX sur le capital. De plus, cela établirait un modèle de financement approprié pour les investissements actuels et futurs dans la technologie. La CDS estime qu'il est approprié sur le plan commercial et qu'il est dans l'intérêt public de lui permettre d'exiger des frais qui confèrent à TMX un taux de rendement adéquat.

C. Comparaison aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers

La présente proposition est conforme aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (« **CPMI** ») et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« **OICV** ») (les « **PIMF** »)³. Par exemple, une des considérations essentielles du Principe 21 – *Efficience et efficacité* expose la notion selon

³ Publiés en avril 2012 par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

laquelle une infrastructure de marché financier (« IMF ») devrait être conçue de telle sorte qu'elle réponde aux besoins de ses participants, particulièrement en ce qui concerne l'utilisation de la technologie et des procédures. Selon l'alinéa 3.21.2 des PIMF, une IMF devrait, en concevant un système efficient, prendre en compte l'aspect pratique et les coûts pour les participants et qu'elle s'assure que ses dispositifs techniques sont suffisamment flexibles pour s'adapter à l'évolution de la demande et aux nouvelles technologies. Nous estimons que le projet de modernisation des services de postnégociation est indispensable afin que la CDS soit en mesure de s'adapter à l'évolution de la demande du marché et aux changements technologiques fréquents. Nous estimons que les modifications tarifaires proposées permettraient à la CDS de continuer à jouer son rôle d'exploitant d'IMF de manière hautement efficiente et rentable, aujourd'hui et pour les années à venir.

IV. MISE EN ŒUVRE DES MODIFICATIONS

La CDS modifie le calendrier de l'élimination des remises en réponse aux commentaires recueillis au sujet de la demande initiale. Elle propose désormais que les remises soient éliminées uniquement après le lancement de la modernisation des services de postnégociation et que toute remise accumulée soit versée aux adhérents immédiatement après ce lancement. La CDS ayant confirmé qu'elle retardera l'entrée en vigueur de l'élimination des remises après la mise en œuvre de la modernisation des services de postnégociation, l'élimination des remises ne sera donc pas effectuée de manière progressive. Les détails de la mise en œuvre sont présentés ci-dessous.

A. Suppression des frais de réseau (codes 7530 à 7534 et 7536 à 7539)

La CDS cessera la facturation individuelle des participants pour les frais de réseau dès qu'un adhérent sera passé d'un réseau géré par la CDS à un réseau géré par cet adhérent. La CDS est en train de réaliser ces migrations et s'attend à ce que le processus complet soit terminé d'ici la fin du deuxième trimestre de 2021. La suppression des frais de réseau ne dépend pas de l'approbation de l'élimination des remises.

B. Élimination des remises

La CDS propose désormais d'éliminer les remises de frais seulement après le lancement de la modernisation des services de postnégociation. Immédiatement après ce lancement, elle éliminera le modèle de remise de frais et, au même moment, elle versera toute remise accumulée aux adhérents.

C. Suppression des frais relatifs aux ports (codes 7500 à 7503 et 7535, 7540 et 7550)

Les frais relatifs aux ports seront supprimés après le lancement de la modernisation des services de postnégociation. La CDS a proposé de supprimer ces frais afin de contrebalancer l'effet de l'élimination des remises; ces frais mensuels ne seront donc plus

facturés à compter du moment de la mise en œuvre de l'élimination des remises. La suppression des frais relatifs aux ports dépend de l'approbation de l'élimination des remises.

D. Suppression des frais de transmission de fichiers de rapports (code 6170)

Les frais de transmission de fichiers de rapports seront supprimés au moment de la mise en œuvre de la suppression des frais relatifs aux ports et de l'élimination des remises. La CDS propose de supprimer ces frais à titre de compensation de l'incidence de l'élimination des remises. La suppression des frais de transmission de fichiers de rapports dépend de l'approbation de l'élimination des remises.

E. Sommaire de l'échéancier de mise en œuvre

- En cours jusqu'au deuxième trimestre de 2021 – Les frais de réseau d'un adhérent seront éliminés dès que celui-ci aura migré hors de la connexion réseau gérée par la CDS.
- Immédiatement après le lancement de la modernisation des services de postnégociation (achèvement prévu d'ici le quatrième trimestre de 2021 ou le premier trimestre de 2022) :
 - Élimination du modèle de remise
 - Versement des remises accumulées
 - Suppression des frais relatifs aux ports
 - Suppression des frais de transmission de fichiers de rapports

V. MISE AU POINT DES MODIFICATIONS

A. Principes pris en considération

Lorsqu'elle a mis au point la présente proposition, la CDS a pris en compte les principes clés qui sous-tendent le cadre d'examen réglementaire des frais de la CDS, tel qu'ils sont exposés dans l'avis multilatéral 24-313 du personnel des ACVM (l'« **avis du personnel des ACVM** »)⁴. Ces principes comprennent l'accès équitable aux services de la CDS ainsi que la répartition équitable des frais et des coûts qui sont appliqués sans discrimination. Ils mettent également de l'avant une structure tarifaire raisonnable sur le plan commercial ainsi que l'octroi de ressources suffisantes à la CDS pour lui permettre d'offrir des services de compensation, de règlement et de dépôt dont le niveau répond aux normes de rendement de la CDS.

⁴ (2015), 38 OSCB 4458. *Avis multilatéral 24-313 du personnel des ACVM – Examen par le personnel des ACVM du projet de modification du barème de prix de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée (« CDS Limitée ») et de Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« Compensation CDS ») (collectivement, CDS). Le 14 mai 2015.*

L'objectif global de l'examen des frais de la CDS par nos principales autorités de réglementation consiste à « vérifier si les propositions tarifaires sont justes, équitables et appropriées, en tenant compte de la nécessité pour CDS de disposer de ressources suffisantes afin de pouvoir exercer ses fonctions essentielles. »⁵ L'avis du personnel des ACVM énumère un certain nombre de critères qui seront pris en compte par les ACVM lors de l'examen du projet de modification des frais de la CDS afin de savoir si les conditions énoncées sont satisfaites, à savoir :

- « l'incidence potentielle des modifications tarifaires [...] sur l'efficacité et la sûreté des marchés des capitaux du Canada et sur la concurrence au sein de ceux-ci;
- l'incidence prévue sur les clients de CDS (actuels et éventuels);
- les points de vue exprimés par les clients et d'autres intervenants au cours des consultations menées sur la proposition;
- les raisons de la modification tarifaire [...];
- les répercussions possibles sur d'autres activités ou produits de CDS;
- la modification projetée des produits de CDS;
- les coûts historiques et projetés assumés par CDS dans la prestation du service concerné; [...]
- la répartition des coûts indirects et des coûts directs entre les services de CDS et entre ses principaux services et les autres services;
- la comparaison entre les frais proposés et ceux facturés pour des services analogues dans d'autres territoires;
- la façon dont les frais proposés seront annoncés et mis en œuvre. »

Lors de l'élaboration de notre proposition visant à éliminer les remises, nous avons tenu compte de tous ces critères afin d'assurer que notre proposition saurait équilibrer le caractère équitable et approprié des modifications tarifaires proposées et les conséquences de celles-ci pour les adhérents, avec la nécessité pour la CDS de disposer de ressources suffisantes afin de pouvoir exercer ses fonctions essentielles d'une manière raisonnable sur le plan commercial, tout en assurant un taux adéquat de rendement des dépenses en immobilisations pour la CDS par TMX. Plus particulièrement, nous avons mesuré les conséquences potentielles de ces modifications pour chacun des adhérents (selon les données de 2018) et avons communiqué ces renseignements à chacun d'entre eux ainsi qu'aux autorités de réglementation de la CDS. L'ensemble des conséquences est présenté à la section III de la présente demande modifiée. La CDS a pris en compte certains commentaires fournis durant son vaste processus de consultation des parties prenantes avant la publication de la demande initiale, ainsi que certains commentaires reçus en réponse à la demande initiale. Ce processus est résumé à la section V(B) ci-après. L'ensemble de notre analyse se fonde sur l'étude comparative des frais à l'échelle mondiale qui a été effectuée par un consultant externe. Cette étude, qui est résumée à la section IX(B), révèle que même après la mise en œuvre des modifications proposées, les

⁵ Ibid., p. 4459 [version française tirée de l'Avis multilatéral 24-313 sur le site de l'AMF].

frais exigés par la CDS demeurent parmi les plus bas, voire sont dans la plupart des cas les plus bas de tous les fournisseurs de services de compensation et de règlement à l'échelle mondiale.

B. Consultations avec les parties prenantes

1. Processus

a) Période antérieure à la demande initiale

Selon la décision de reconnaissance de la CDS, cette dernière n'est pas tenue d'obtenir une approbation réglementaire pour les augmentations de frais touchant les services de base à moins que les modifications apportées soient significatives. Or, nous considérons comme étant des modifications significatives le remplacement du CDSX ainsi que la modification du modèle tarifaire en vue de gérer le coût de la modernisation des systèmes et les mises à niveau technologiques ultérieures. Le coût du projet de modernisation des services de postnégociation, qui est actuellement estimé entre 120 et 135 millions de dollars, correspond à environ 80 % de la contrepartie versée par TMX pour acquérir la CDS en 2012. Étant donné que le coût d'acquisition de la CDS ne prévoyait aucune affectation de capitaux pour le remplacement du système central CDSX ou pour d'autres mises à niveau technologiques d'importance, nous croyons que ce projet de modernisation nécessitant un investissement important représente un changement significatif. Comme l'élimination des remises constitue un changement notable qui touchera défavorablement un certain nombre d'adhérents, la CDS a pris des mesures sans précédent afin de mener des consultations additionnelles avec les parties prenantes et de comprendre les conséquences potentielles pour eux et en vue d'obtenir les commentaires de ceux qui seront les plus affectés par les modifications proposées.

La CDS a d'abord rencontré les autorités de réglementation afin de les informer du changement profond des conditions qui découle de la réalisation du projet de modernisation des services de postnégociation et de la nécessité de revoir le modèle tarifaire de la CDS pour gérer les coûts associés au projet de modernisation technologique. À la suite de ces rencontres, la CDS a mené des consultations avec certains de ses plus importants adhérents à l'été de 2019 afin de mesurer les conséquences de sa proposition pour les adhérents qui ont reçu collectivement environ 70 % des remises versées en 2018. Il était important pour la CDS de rencontrer ces adhérents en particulier, car ils sont les plus importants clients de la société (selon le nombre d'opérations et les frais payés) et, en conséquence, les plus importants bénéficiaires des remises. Le refus d'emblée de notre proposition par ce groupe d'adhérents aurait forcé la CDS à revoir entièrement sa proposition. Selon les réponses obtenues, on constate que la proposition de la CDS a suscité des réactions variées allant de la compréhension

et du soutien à la non-objection et au non-engagement. Sur la base de ces réponses, la CDS a décidé de mener d'autres discussions sur l'élimination des remises avec les parties prenantes et d'effectuer d'autres présentations à leur intention; il a été décidé de mettre de l'avant la proposition de supprimer les frais de connectivité réseau afin de compenser en partie l'élimination des remises.

À l'automne de 2019, la CDS a tenu deux événements visant à présenter le projet d'élimination des remises et les mesures de compensation aux adhérents. En septembre 2019, les modifications ont été proposées à l'occasion de rencontres avec des adhérents à Toronto et à Vancouver. Lors de ces rencontres, deux adhérents – deux petites sociétés de courtage indépendantes – ont exprimé leur mécontentement au sujet de la proposition d'élimination des remises. Les questions et les commentaires formulés par les adhérents ont été colligés et on y donne suite à la section VII de la demande initiale.

Tous les adhérents ont reçu un exemplaire des présentations mentionnées ci-dessus, qui sont également publiées sur le portail du projet de modernisation des services de postnégociation. Qui plus est, la CDS a remis à chaque adhérent, le 26 septembre 2019, une évaluation d'impact individuelle qui fait état des frais facturés en 2018, des remises versées par la CDS en fonction des activités en 2018, ainsi que des frais de connectivité réseau facturés en 2018. Durant l'automne de 2019, la CDS a continué de rencontrer individuellement les adhérents et les a invités à venir à leur gré poser des questions ou formuler des commentaires en privé. Il importe de souligner que la suppression des frais de transmission de fichiers de rapports ne faisait pas partie de cette évaluation des incidences; toutefois, cette suppression améliorerait l'issue financière des changements pour l'ensemble des adhérents.

La CDS a également présenté sa proposition au groupe consultatif des finances et des opérations de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« **OCRCVM** ») et au Comité des petites sociétés de courtage de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (l'« **ACCVM** »). L'une des plus importantes retombées de ces consultations a été de prendre conscience des conséquences de l'élimination des remises pour les petites sociétés de courtage; nous pensons que la suppression des frais de connectivité réseau annulera l'effet défavorable éventuel de l'élimination des remises pour plus de la moitié d'entre elles.

b) Période postérieure à la demande initiale

La CDS a reçu neuf lettres de commentaires, toutes généralement défavorables, en réponse à sa demande initiale. En avril 2020, la CDS a rencontré les dirigeants de l'ACCVM et ses membres pour discuter de sa proposition et pour répondre à un certain nombre de commentaires et de questions formulés dans les lettres de

commentaires. En juillet 2020, la CDS a remis au personnel des ACVM un projet de résumé des commentaires et des réponses proposées pour permettre au personnel de poursuivre son examen de ce dossier. En décembre 2020, la haute direction de TMX a rencontré les présidents de l'Autorité des marchés financiers, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de la British Columbia Securities Commission et de l'Alberta Securities Commission afin de discuter du dossier, notamment des commentaires reçus des adhérents, et de déterminer l'opportunité d'apporter des modifications à la demande initiale.

2. Réponse de la CDS aux commentaires

a) Période antérieure à la demande initiale

La proposition de modification tarifaire de la demande initiale comportait deux changements principaux qui avaient été réalisés durant le processus de consultation initial afin de répondre à certaines préoccupations soulevées par les adhérents. Le concept initial de la CDS, présenté au printemps de 2019, consistait en l'élimination complète et immédiate des remises sans aucune mesure visant à la contrebalancer. Durant nos consultations initiales, les adhérents ont suggéré que la CDS devrait prendre certaines mesures pour atténuer l'incidence de la modification proposée. La CDS a réagi en modifiant son concept initial et en mettant au point la proposition qui a été présentée aux adhérents à l'automne de 2019, laquelle comprend (i) une période d'élimination progressive des remises et (ii) une mesure visant à contrebalancer partiellement l'élimination des remises par la suppression des frais de connectivité réseau. Plus tard, à la suite des consultations de l'automne de 2019, la CDS a conclu que le secteur pourrait bénéficier de l'abandon de la connexion réseau existante, avant la réalisation des modifications substantielles du projet de modernisation des services de postnégociation en 2021. Cela fait en sorte que les frais de réseau pourront être supprimés plus tôt, soit dès qu'un adhérent cessera d'utiliser le réseau géré par la CDS. La mise de l'avant de la suppression des frais de réseau vient modifier la proposition qui a été présentée aux adhérents à l'automne de 2019; cette modification entraîne la mise en œuvre de certaines mesures de compensation de l'élimination des remises à une date plus rapprochée, ce qui est à l'avantage des adhérents.

b) Période postérieure à la demande initiale

La CDS publie la présente demande modifiée en réponse aux commentaires recueillis; celle-ci comprend deux changements principaux par rapport à la demande initiale. Premièrement, pour contrebalancer encore davantage l'effet de l'élimination des remises, la suppression des frais de transmission de fichiers de rapports entraînera des économies totales de l'ordre de 1 million de dollars par année pour les adhérents. Deuxièmement, afin d'assurer que l'initiative de

modernisation des services de postnégociation soit achevée avant l'instauration de modifications tarifaires qui auront une incidence sur les adhérents, la mise en œuvre de l'élimination des remises sera reportée à la suite du lancement de la modernisation des services de postnégociation.

C. Processus formel d'examen des frais et d'approbation

La proposition visant à éliminer les remises a fait l'objet de discussions aux réunions du conseil d'administration de la CDS au printemps, à l'été et à l'automne de 2019 ainsi qu'aux réunions tenues en 2020 et en janvier 2021. Depuis l'amorce des consultations avec les adhérents, la direction a régulièrement communiqué au conseil les progrès réalisés et les commentaires émanant des consultations.

Au moment de mettre la dernière main à la présente proposition, la CDS, en plus de mener les consultations dont il est question à la section V(B) ci-dessus, s'est conformée aux exigences établies en matière de modification tarifaire, soit :

- l'examen et l'analyse par le comité des frais de la CDS⁶ lors de la réunion du comité le 8 octobre 2019;
- l'examen par le comité d'audit et de gestion des risques du conseil d'administration de la CDS, ainsi que sa recommandation au conseil d'administration de déposer les modifications tarifaires (comme prévu dans la demande initiale), au cours de la réunion tenue le 31 octobre 2019;
- l'examen du conseil d'administration, lors de la réunion tenue le 31 octobre 2019, suivi de son autorisation donnée à la direction de procéder au dépôt d'une demande destinée aux principales autorités de réglementation de la CDS visant à éliminer les remises de frais et à supprimer les frais de connectivité réseau;
- l'examen par le comité d'audit et de gestion des risques du conseil d'administration de la CDS, ainsi que sa recommandation au conseil d'administration de déposer les modifications tarifaires (comme prévu dans la demande modifiée), au cours de la réunion tenue le 29 janvier 2021;
- l'examen du conseil d'administration, lors de la réunion tenue le 29 janvier 2021, suivi de son autorisation donnée à la direction de procéder au dépôt d'une demande destinée aux principales autorités de réglementation de la CDS visant à éliminer les remises de frais, à

⁶ Le comité des frais de la CDS est un comité consultatif formé d'adhérents et d'autres parties prenantes; les autorités de réglementation de la CDS peuvent assister aux réunions du comité à titre d'observateurs. Les coprésidents du comité des frais de la CDS (un membre de la direction de la CDS et un employé d'un adhérent) doivent rédiger un compte rendu des réunions à l'intention du comité d'audit et de gestion des risques du conseil d'administration de la CDS.

supprimer les frais de connectivité réseau et à supprimer les frais de transmission de fichiers de rapports;

- la notification au comité des frais de la CDS de l'intention de la CDS de modifier la demande initiale.

VI. HISTORIQUE DE LA CDS ET DE LA REMISE DES FRAIS

Remarque : La section VI de la présente demande modifiée demeure inchangée depuis sa publication dans la demande initiale.

A. CDS

La CDS exploite le système de dépôt, de compensation et de règlement des opérations sur titres de participation et sur titres à revenu fixe au Canada; elle est le fournisseur exclusif de ces services sur le marché au comptant canadien. Avant l'opération d'acquisition de la CDS par TMX en 2012, la CDS était la propriété commune de six banques de l'annexe I, de Groupe TMX Inc. et de l'OCRCVM (représentant les intérêts de ses membres courtiers en placement, en leur qualité de propriétaire); la CDS était exploitée selon le principe du recouvrement des coûts. L'opération d'acquisition appelée « transaction Maple » a donné lieu à la structure de propriété actuelle de la CDS, selon laquelle elle est devenue la propriété de TMX, société ouverte détenue par un grand nombre d'actionnaires et propriétaire de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX, entre autres sociétés de services financiers. Lorsque les autorités de réglementation du Canada ont examiné le volet lié à la CDS du projet de transaction Maple, elles ont analysé certaines questions clés afin d'évaluer si la transaction était dans l'intérêt du public, notamment⁷ :

- les implications d'une « intégration verticale » de l'infrastructure de négociation, de compensation, de règlement et de dépôt sous un régime de propriété commune;
- la « réorientation » de la CDS, qui passerait d'une société de services du secteur fonctionnant selon le principe de recouvrement des coûts à une société commerciale à but lucratif;
- l'éventualité que TMX agisse de manière anticoncurrentielle sur le plan de la tarification des services de compensation, de règlement et de dépôt;
- le maintien de l'accès équitable aux services de compensation, de règlement et de dépôt pour les participants au marché non affiliés à TMX.

Afin de résoudre ces questions clés, les autorités réglementaires compétentes ont imposé à la CDS des conditions additionnelles étendues et rigoureuses, dont une surveillance

⁷ (2015), 38 OSCB 4456. *Avis multilatéral 24-313 du personnel des ACVM – Examen par le personnel des ACVM du projet de modification du barème de prix de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée (« CDS Limitée ») et de Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« Compensation CDS ») (collectivement, CDS). Le 14 mai 2015.*

continue renforcée de ses activités. La remise 50/50 et la remise supplémentaire ont également été proposées aux autorités de réglementation durant la négociation de la transaction Maple; elles ont été ultérieurement intégrées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« **CVMO** ») et l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») dans leurs documents sur la décision rendue concernant la CDS.

Aperçu des restrictions liées à la perception de frais qui figurent dans les décisions de reconnaissance de la CDS :

- Tous les frais imposés doivent être répartis équitablement.
- Les frais ne doivent pas avoir pour effet de créer indûment des limites à l'accès.
- Le processus d'établissement des frais doit être juste et approprié.
- Le modèle de tarification doit être transparent.
- Les remises offertes à la condition d'acheter d'autres services sont interdites.
- Aucune décote ne peut être offerte en fonction du niveau d'activité d'un adhérent.
- Le processus d'établissement des frais doit prendre en compte les observations pertinentes du comité d'adhérents sur la tarification.
- Un auditeur indépendant doit produire un rapport annuel sur la conformité de la CDS au modèle de tarification et de remise.
- La CDS doit maintenir un modèle de répartition des coûts interne pour ce qui concerne la répartition des coûts ou les prix de cession entre elle et les autres entités du même groupe; ce modèle doit être approuvé par les autorités de réglementation provinciales et faire l'objet d'un audit annuel par un auditeur indépendant.
- Les frais facturés pour les services ne doivent pas comprendre les coûts ou dépenses engagés par la CDS dans le cadre de quelque activité de la CDS qui n'est pas liée à ces services.
- Tous les trois ans, la CDS doit produire un rapport sur sa tarification, y compris une analyse comparative, à l'intention des autorités de réglementation.

B. Remises instaurées lors de la transaction Maple⁸

Durant la période de sollicitation de commentaires et les audiences publiques relatives à la transaction Maple, certains adhérents ont dit craindre que la transaction Maple n'entraîne une modification des frais de compensation de la CDS, en particulier pour la compensation d'opérations effectuées en bourse; des adhérents ont également dit redouter que sous la gouverne de Maple, la CDS établisse des frais ou des exigences relatives à l'accès qui créeraient une discrimination à l'encontre d'autres marchés ou d'adhérents de petite taille. Afin de répondre à ces préoccupations, un grand nombre de restrictions tarifaires ont été imposées à la CDS (elles sont énumérées à la section VI(A) ci-dessus), et la remise 50/50 ainsi que la remise supplémentaire ont été instaurées. Ces

⁸ Voir le bulletin (2012), 35 OSC Bulletin (Supp-2) 103-105, daté du 3 mai 2012 pour consulter le passage pertinent de la lettre de Maple concernant les modifications de la demande réglementaire liée à la transaction Maple.

mesures ont été prises bien que les frais relatifs aux services de compensation de la CDS, à l'époque de la transaction Maple en 2012 (qui sont toujours en vigueur aujourd'hui), venaient d'être réduits de 29 % par rapport aux frais publiés de 2011. L'objectif de Maple était d'intégrer à un mode d'exploitation à but lucratif une structure tarifaire pour la CDS qui conserverait certains éléments du modèle de société de services du secteur, notamment une forte participation du secteur dans la gouvernance de la CDS, sans toutefois renoncer aux avantages inhérents à la gestion des coûts et à l'innovation que l'on peut associer à un modèle d'entreprise à but lucratif. Afin d'atténuer encore davantage les craintes des adhérents au sujet de la tarification à l'époque de la transaction Maple, la remise 50/50 ainsi que la remise supplémentaire ont été proposées, l'objectif de ces mesures étant qu'elles soient représentatives des synergies et des gains d'efficience que l'on prévoyait réaliser dans le cadre de la transaction Maple. Bien que la remise 50/50 était assez représentative des pratiques de la CDS avant la transaction Maple, elle perd de son sens dans un contexte d'entreprise à but lucratif. À preuve, la CDS se trouve en marge par rapport à ses pairs, car aucune remise de frais n'est offerte par les autres chambres de compensation qui appliquent un modèle de fonctionnement à but lucratif. Dans ce contexte, la CDS est la seule chambre de compensation à disposer d'un modèle de remise. Par contre, il n'est pas rare que des chambres de compensation détenues par leurs membres possèdent des modèles de remise, comme c'était le cas à la CDS avant la transaction Maple. Les remises versées par la CDS aux adhérents avant la transaction Maple rendaient compte des bénéfices non distribués positifs restant après que les budgets d'immobilisations et d'exploitation pour l'année suivante eurent été définis. Bien que l'application de remises puisse s'avérer efficace pour les fournisseurs de services de compensation détenus par leurs membres, cette façon de faire, appliquée à un mode d'exploitation à but lucratif comme pour l'actuel modèle de tarification de la CDS, n'offre aucune souplesse pour ce qui est de financer des projets technologiques importants ou des investissements à prédominance de capital.

Par ailleurs, soulignons que les prévisions de volume faites par la direction de la CDS à l'époque de la transaction Maple ont servi à l'estimation de la valeur des remises par rapport au statu quo. Ces prévisions ont également été utilisées pour calculer le rendement sur l'investissement prévu de Maple (aujourd'hui TMX) avec l'acquisition de la CDS. L'augmentation des volumes prévue par la direction de la CDS à l'époque de la transaction Maple ne s'est pas réalisée, si bien que les résultats réels n'ont pas été à la hauteur des estimations établies à l'époque de la transaction Maple.

VII. RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES RELATIFS À LA DEMANDE INITIALE

Dans la section VII de la [demande initiale](#)⁹, la CDS a consigné certaines des réactions et des questions qui lui avaient été adressées dans le cadre des consultations initiales, ainsi que ses

⁹ La version française de la demande initiale peut être consultée sur le site Web de l'AMF, à la section 7.3.1 du bulletin daté du 19 décembre 2019, à l'adresse : https://lautorite.gc.ca/fileadmin/lautorite/bulletin/2019/vol16no50/vol16no50_7-3.pdf

réponses. La CDS a reçu neuf lettres de commentaires relatives à la demande initiale. Les auteurs étaient les suivants :

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (« **ACCVM** »),
 Canadian Security Traders Association (« **CSTA** »),
 Casgrain & Compagnie Limitée (« **Casgrain** »),
 Corporation Canaccord Genuity (« **Canaccord** »),
 La Banque Toronto-Dominion (« **TD** »),
 Leede Jones Gable Inc. (« **LJG** »),
 Questrade Inc. (« **Questrade** »),
 Services de compensation Fidelity Canada (« **SCFC** »),
 Valeurs mobilières Haywood Inc. (« **Haywood** »).

Nous avons regroupé les commentaires et les questions et nous présentons nos réponses ci-dessous. Pour faciliter la consultation, nous présentons à l'annexe A un tableau des correspondances entre les commentaires et leurs auteurs.

A. Questions sur la valeur du projet de modernisation des services de postnégociation

1. *Questions : Pourquoi la CDS doit-elle mettre en œuvre le projet de modernisation des services de postnégociation? En quoi cette modernisation sera-t-elle avantageuse pour les adhérents? Quelles sont les lacunes actuelles?*

Réponse de la CDS : Le projet de modernisation des services de postnégociation donnera lieu à un système modernisé qui assure les services de compensation, de règlement et de dépôt pour la chambre canadienne de compensation des opérations du marché au comptant. La technologie de l'ordinateur central actuelle a atteint sa fin de vie utile en ce qui a trait à sa capacité de traiter des volumes croissants et elle devra être remplacée au cours des prochaines années. Certes, le système CDSX actuel est sûr et fiable, mais le système modernisé continuera de l'être et de répondre aux besoins des adhérents tout en leur offrant de la valeur grâce à l'amélioration de trois éléments clés : i) une structure flexible; ii) une conception solide sur le plan de la sécurité; iii) une expérience utilisateur supérieure.

i) Structure flexible employée dans d'autres territoires

Le nouveau système repose sur Java, est conforme aux normes ISO, est axé sur la technologie du grand livre distribué et respecte les normes de service de messagerie mondiales. Cette évolution fait passer les systèmes de la CDS à un environnement pérenne grâce auquel la CDS se trouvera dans une meilleure position pour effectuer plus rapidement des changements pouvant être bénéfiques à ses adhérents. La technologie d'ordinateur central actuelle est complexe et difficile à modifier, ce qui peut entraver la

capacité de la CDS à répondre aux demandes d'information des adhérents et des autorités de réglementation. Le produit BaNCS de Tata Consultancy Services est une technologie éprouvée dotée d'une présence internationale puisqu'il a été adopté dans 18 autres territoires partout dans le monde. L'usage généralisé à l'échelle mondiale de la technologie BaNCS permettra au marché canadien de tirer parti de l'expérience d'autres entités semblables à la CDS en ce qui a trait aux améliorations du système, y compris la conformité aux exigences communes qui découlent des Principes pour les infrastructures de marchés financiers. La mise en œuvre de la technologie BaNCS permet à la CDS de cesser d'être un concepteur de systèmes et permettra à la CDS et à TMX de se consacrer à l'intégration de systèmes, ce qui procurera des économies durables aux adhérents canadiens. La technologie BaNCS est aussi compatible avec le nuage informatique et les chaînes de blocs.

ii) Conception solide sur le plan de la sécurité

Le nouveau système est en mesure d'offrir des mesures de protection, notamment l'authentification à deux facteurs ainsi qu'une protection réseau renforcée. Le nouveau système comporte aussi des mesures protectrices de détection, y compris la détection de logiciel malveillant dans les systèmes ouverts, de même que l'analyse et la gestion des vulnérabilités. Cette technologie répond à l'objectif de la CDS d'assurer la sécurité de ses systèmes. La structure flexible du nouveau système et sa capacité à prendre en charge directement des protocoles de chiffrement puissants signifient qu'il est possible de mettre en place de nouveaux protocoles de sécurité de manière plus efficace.

iii) Amélioration de l'expérience utilisateur

Le nouveau système sera accessible au moyen d'une interface utilisateur numérique qui sera compatible avec différents appareils et navigateurs, offrant ainsi de la souplesse au personnel des adhérents. Les adhérents pourront utiliser des fonctions améliorées d'accès aux données des clients pour exporter des données dans Excel et au format CSV afin d'en effectuer l'analyse. Les utilisateurs auront la possibilité d'utiliser les options applicables aux préférences, qui leur permettront de configurer les données de différentes manières.

2. **Commentaire** : La proposition de la CDS d'éliminer la suite de rapports existants fournie actuellement aux adhérents ne constitue pas un progrès.

Réponse de la CDS : Le nouveau système permettra de renforcer les capacités, car les adhérents auront accès à leurs données, qui seront configurables selon différents modes de présentation et exportables dans les formats Excel et CSV. Ainsi, avec le nouveau système, les adhérents pourront utiliser leurs propres outils d'analyse pour examiner leurs données. Au lieu de recevoir des rapports standard de la CDS, les adhérents seront en mesure de créer leurs propres rapports à partir des données qui leur importent.

La CDS a effectué une analyse approfondie avant d'apporter des modifications liées aux rapports et a également demandé aux adhérents utilisateurs de certains rapports de lui faire part de leurs commentaires afin de vérifier cette analyse. Elle a examiné l'ensemble des rapports existants à l'intention des adhérents et à l'intention de la CDS afin de saisir leurs finalités et de rechercher des possibilités de consolidation et d'élimination. En particulier, en 2019, elle a réalisé une étude exhaustive portant sur l'utilisation des rapports. Cette étude a permis de découvrir qu'au cours des deux dernières décennies, un certain nombre de rapports « ponctuels » ont été élaborés. En effet, il était plus simple de créer un nouveau rapport que de modifier un rapport existant en raison de la complexité des systèmes actuels de la CDS. Dans le cadre de son analyse, la CDS a également constaté que 10 rapports seulement représentent 72 % de l'ensemble des rapports utilisés par les adhérents.

Au deuxième semestre de 2020, la CDS a fait connaître certaines caractéristiques de la nouvelle solution de production de rapports aux adhérents dans le cadre d'une série de séances de formation, à l'instar de la manière dont les systèmes et les modifications opérationnelles ont été présentés aux adhérents au premier semestre de 2020. La CDS est d'avis que, grâce aux nouveaux outils d'analyse qui feront partie du nouveau système, les adhérents établiront par eux-mêmes des rapports plus concis et plus approfondis en se servant des capacités d'interrogation du nouveau système.

3. Commentaire : Notre secteur n'a besoin d'améliorations qu'en ce qui concerne les fonctions de droits et privilèges et d'événements de marché.

Réponse de la CDS : La CDS est bien consciente que les adhérents ont demandé que des modifications soient apportées à la fonctionnalité de droits et privilèges et d'événements de marché. Par conséquent, à l'achèvement du projet de modernisation des services de postnégociation, les utilisateurs constateront des changements opérationnels principalement en ce qui concerne cette fonctionnalité. L'équipe de gestion des relations avec la clientèle de la CDS a travaillé de manière diligente avec les parties prenantes afin que le projet de modernisation des services de postnégociation débouche sur des modifications des opérations de droits et privilèges et d'événements de marché qui répondent aux préoccupations actuelles des parties prenantes. Bien que les fonctions de droits et privilèges et d'événements de marché aient été pointées par les utilisateurs comme nécessitant des améliorations de fonctionnalités, la CDS ne doit pas pour autant se limiter à améliorer uniquement ce secteur de ses activités. Conformément à notre réponse ci-dessus à la question A.1, une mise à niveau technologique complète des systèmes de la CDS aura des effets positifs sur des aspects comme la solidité de la sécurité de l'information et l'amélioration de l'expérience utilisateur.

B. Questions relatives aux coûts liés au projet de modernisation des services de postnégociation

1. *Commentaire : Les adhérents ne devraient pas avoir à assumer le coût total du financement du projet de modernisation des services de postnégociation; cela leur ferait porter de manière disproportionnée le fardeau financier et le risque liés à la modernisation des services de postnégociation. La CDS fait porter aux adhérents les coûts et les risques de ses projets d'investissement.*

Réponse de la CDS : La CDS a proposé d'éliminer les remises et elle a aussi proposé de supprimer les frais de connectivité réseau actuellement versés par les adhérents. En réponse aux commentaires recueillis, la CDS a cherché de moyens de compenser davantage l'incidence de l'élimination des remises, ce qui conduit à la nouvelle proposition de supprimer les frais de transmission de fichiers de rapports. Ce nouveau changement fera économiser environ 1 million de dollars par année aux adhérents.

Lorsque toutes les modifications de la présente proposition sont prises en compte dans leur ensemble, environ le tiers des adhérents verront leur facture totale de la CDS diminuer. Plus particulièrement, les adhérents qui verront une diminution globale de leur facture de la CDS appartiennent au groupe des adhérents dont la facture des frais de base annuels de la CDS est inférieure à 1 million de dollars par adhérent.

TMX, à titre de propriétaire, et la CDS, à titre d'exploitante de la chambre de compensation des opérations au comptant désignée d'importance systémique au Canada, sont responsables d'assurer l'adéquation de la technologie qui sous-tend la chambre de compensation. Depuis 2012 qu'elle fait partie du Groupe TMX, la CDS n'a cessé d'exercer ses activités au plus haut niveau tandis que TMX a continué de dégager des gains d'efficacité en réalisant des synergies au moyen de services partagés et d'autres réorganisations stratégiques au sein de son groupe. Ces gains d'efficacité opérationnelle ont permis aux adhérents de la CDS de continuer à tirer profit des activités de la CDS tout en payant des frais parmi les plus bas au monde. Il est à souligner que les projections financières de TMX indiquent que, sans la propriété de TMX et les gains d'efficacité et les réductions de coûts en résultant, les remises auraient été fortement réduites, voire n'auraient pas été versées certaines années, tandis que les adhérents auraient eu à supporter le coût des efforts de la modernisation future sous la forme de frais accrus ou d'appels de fonds

2. *Commentaire : Le coût initial du projet de 55 à 60 millions de dollars devait être autofinancé au moyen des économies annuelles de la CDS sur ses charges d'exploitation de 6 à 8 millions de dollars. La CDS n'a pas justifié adéquatement les importantes augmentations de coûts par rapport à son budget initial.*

Réponse de la CDS : La CDS reconnaît que le budget initial de ce projet était trop modeste. La direction de la CDS a erré lors du processus d'estimation initial : le budget initial du projet sous-estimait largement l'effort requis pour définir les exigences fonctionnelles et réaliser les essais des systèmes et de l'acceptation par les utilisateurs. En particulier, la complexité inhérente à la définition des exigences fonctionnelles, qui dicte les coûts, a été sous-estimée dès le début.

C'est la prolongation de l'échéancier de projet au quatrième trimestre de 2021 ou au premier trimestre de 2022 qui détermine l'augmentation globale du coût de ce projet. La CDS reconnaît les deux principaux changements qui ont motivé la prolongation de l'échéancier : (i) des changements d'ampleur pour tenir compte de fonctions, d'interfaces et de la production de rapports qui auraient dû être compris dans la portée initiale du projet; (ii) les essais et la formation sectoriels que l'analyse de rentabilité initiale avait sous-estimés.

3. *Commentaire :* *Quelles sont les économies de coûts prévues pour la CDS et comment se reflètent-elles sur la proposition d'élimination des remises et dans les calculs de taux de rendement interne de TMX? « Il semble probable que les changements de système soient motivés par des économies de coûts pour l'entité TSX-CDS combinée. »*

Réponse de la CDS : Le projet de modernisation des services de postnégociation repose sur la valeur qui résultera de la mise en œuvre de la mise à jour du système, qui est présentée dans notre réponse à la question A.1 ci-dessus. Étant donné le coût d'investissement du projet de modernisation des services de postnégociation, la CDS ne réalisera aucune économie. La CDS s'attend à ce que le nouveau système occasionne des synergies en raison d'une réduction du personnel technologique et des opérations (y compris des consultants externes) et des frais d'exploitation inférieurs quant à l'ordinateur central et aux dispositifs de stockage; toutefois, il est prévu que ces synergies soient inférieures aux coûts liés aux licences en vigueur et à l'amortissement de la technologie du nouveau système. Ainsi, selon nos prévisions, le coût de la nouvelle technologie est supérieur aux éventuelles économies réalisées grâce aux synergies.

4. *Commentaire :* *La structure tarifaire de la CDS comprend déjà un budget pour la maintenance et les améliorations du système.*

Réponse de la CDS : Avant la transaction Maple, la CDS était une personne morale sans but lucratif qui appartenait à ses membres. Dans le cadre du processus budgétaire annuel, la direction affectait des fonds à divers projets pour chaque exercice annuel. Si ces fonds n'étaient pas dépensés en cours d'exercice, ils étaient comptabilisés au titre des bénéfices non répartis et n'étaient pas accumulés d'un exercice à l'autre. Lorsque la CDS appartenait à ses membres, l'un des comités d'adhérents de la CDS, le Comité d'analyse du développement stratégique (le « **CADS** ») prenait part à la surveillance de l'affectation des ressources de développement de la CDS entre les divers projets présentant un intérêt

pour différents sous-comités du CADS et d'autres comités d'adhérents de la CDS. Cette surveillance visait à ce que des ressources de développement suffisantes soient affectées aux différentes fonctions de la CDS. Même avant la transaction Maple, lorsqu'un projet technologique représentait un coût important, ce projet était financé en partie au moyen des bénéfices non répartis, quitte à ne pas verser de remise annuelle aux adhérents. Ce fut le cas lors du plus récent développement technologique important, celui du système CDSX, au début des années 2000.

Depuis le milieu de l'année 2012, la CDS appartient à TMX et est exploitée à titre de personne morale à but lucratif. Comme c'est le cas des personnes morales qui n'appartiennent pas à leurs membres, la CDS ne dispose pas d'un fonds d'amortissement pour ses projets spéciaux. Lorsqu'elle a continué d'offrir ses services selon le modèle tarifaire existant après la transaction Maple, cela voulait dire que son Barème de prix et son modèle de remises, tels qu'ils avaient été consignés dans les décisions de reconnaissance de la CDS, demeuraient constants; cela ne voulait pas dire que les pratiques de budgétisation des projets technologiques de la CDS se trouvaient « institutionnalisées dans la décision de reconnaissance », comme l'affirme la lettre de commentaires de Haywood. Les produits des activités ordinaires de la CDS proviennent uniquement des frais facturés à sa clientèle pour les services qu'elle lui fournit. Les bénéfices réalisés sont ensuite appliqués aux réinvestissements dans ses systèmes. Il n'existe aucun fonds ni structure tarifaire distincts permettant à la CDS de financer des améliorations technologiques, hormis les produits tirés des frais qu'elle facture.

5. *Commentaire : Les frais des services aux émetteurs devaient servir à remplacer le système de droits et privilèges et d'événements de marché. L'élimination des remises semble dédoubler cette augmentation des frais.*

Réponse de la CDS : L'élimination des remises proposée n'a pas pour effet de dédoubler les frais des services aux émetteurs. Lorsqu'on prend en compte le coût global du projet de modernisation des services de postnégociation et les coûts d'amortissement continus qui en découlent, les frais des services aux émetteurs conjugués aux autres produits des activités ordinaires ne suffisent pas à atteindre le taux de rendement visé par la CDS. Bien que les frais des services aux émetteurs contribuent aux marges de la CDS, la plupart des améliorations de la marge de la CDS proviennent de gains d'efficacité opérationnelle dont la CDS a bénéficié grâce à son acquisition par TMX. Depuis 2012, ce sont globalement les synergies de coûts découlant de la transaction Maple ainsi que d'autres gains d'efficacité tirés de la réorganisation stratégique de TMX entamée en 2016 qui expliquent l'accroissement de la marge de la CDS. La CDS a besoin de l'élimination des remises en plus du produit qu'elle tire des frais des services aux émetteurs afin d'atteindre son taux de rendement interne cible.

6. *Question : En quoi est-ce conforme à la décision de reconnaissance, quel cadre de gouvernance est en place à la CDS afin d'évaluer le coût et le*

bénéfice des projets technologiques futurs et quel rôle joueraient les adhérents dans ce processus?

Réponse de la CDS : Le projet de modernisation des services de postnégociation et la proposition d'élimination des remises suivent les pratiques de gouvernance employées par TMX et ses principales filiales. La CDS, en tant qu'exploitante d'un système d'importance systémique, et TMX, en tant que propriétaire de la chambre de compensation, doivent conserver la capacité de déterminer le besoin de mettre à jour la technologie et de prendre des mesures en temps voulu pour effectuer des mises à jour. La CDS et TMX effectuent l'analyse nécessaire à cet égard, laquelle fait l'objet d'un examen et d'une approbation par le conseil d'administration de la CDS (et par le conseil d'administration de TMX si le coût est important). Le conseil d'administration de la CDS doit respecter les exigences prévues dans les décisions de reconnaissance de la CDS et doit notamment être composé de personnes physiques dont une majorité ne sont pas des salariés de TMX ou de membres de son groupe. Le conseil d'administration de la CDS doit aussi compter un nombre minimum de représentants des adhérents compte tenu des mécanismes de gouvernance en place à la CDS et à TMX, ainsi que des membres du conseil indépendants. Le conseil d'administration de TMX fait l'objet d'exigences supplémentaires notamment parce que TMX est une société cotée en bourse. En raison du mandat de protection de l'intérêt public et des responsabilités réglementaires de TMX, au moins 50 % de ses administrateurs doivent être indépendants. Au vu des mécanismes de gouvernance actuels en place à la CDS et à TMX, un nouveau cadre de gouvernance ne sera pas nécessaire afin d'évaluer les projets technologiques futurs. Comme c'est le cas actuellement, la CDS ne peut imposer de nouveaux frais ni augmenter ses tarifs pour ses services de base sans passer par un processus de sollicitation de commentaires auprès du public et d'approbation des autorités de réglementation.

7. Commentaire : Les adhérents ont besoin d'information supplémentaire afin d'évaluer le changement relatif aux coûts de connectivité. Pour l'adhérent, il peut être plus coûteux de recourir à son propre fournisseur de réseau qu'au réseau géré par la CDS.

Réponse de la CDS : Dans le cadre de la migration hors du réseau géré par la CDS (service pour lequel chaque adhérent paie actuellement des frais réseau ou frais de connexion), chaque adhérent devient responsable de sa propre connectivité à la CDS. Le coût pour l'adhérent de passer du réseau géré par la CDS à un réseau qu'il gère lui-même correspond au coût du personnel technologique interne qui l'aide à effectuer la migration, et par la suite, le coût permanent (les ressources internes et les coûts externes) du maintien de sa connexion à la CDS. La passerelle de communication relevant du protocole Internet (ou IP), la CDS croit comprendre que les adhérents pourront recourir à leurs fournisseurs de services de connectivité à cette fin. Le nouveau point de démarcation permettant d'accéder à la CDS se trouvera à un point de démarcation qui est déjà utilisé par les adhérents qui accèdent aux services boursiers de TMX, de sorte que pour bon nombre d'adhérents, cette connexion existe déjà. Les adhérents qui n'ont pas

déjà de connexion à TMX auront l'occasion d'utiliser l'un de leurs fournisseurs de service actuels ou de sélectionner un nouveau fournisseur de télécommunication en fonction des besoins de leur organisation. Tous les adhérents ont reçu l'information pertinente relativement à ce changement, et nous nous attendons à ce que les adhérents aient quitté le réseau actuel d'ici la fin du deuxième trimestre de 2021.

Afin d'aider les adhérents à évaluer le projet d'élimination des remises, la CDS a fourni à chacun d'eux les données, fondées sur les chiffres de 2018, sur ses frais relatifs aux ports et ses frais réseau ou frais de connexion, ainsi que sur la valeur des remises reçues pour 2018. L'effet compensatoire de la suppression des frais relatifs aux ports et des frais réseau tout en éliminant la remise a eu un effet positif sur environ un tiers des adhérents, dont tous étaient les plus petits utilisateurs des services de la CDS. Cette dernière a récemment effectué cette analyse en se servant de données plus récentes, et les résultats sont restés les mêmes : environ un tiers des adhérents de la CDS seront avantagés par le résultat net de l'élimination des remises combiné avec la suppression des frais relatifs aux ports et des frais réseau ou frais de connexion, ainsi que celle des frais de transmission des fichiers de rapports. De manière générale, les plus importants utilisateurs des services de base de la CDS verront leurs frais de la CDS plus fortement touchés que les plus petits utilisateurs par la proposition d'éliminer les remises, car l'avantage compensatoire des frais de connectivité réseau est moindre pour les grands utilisateurs.

Les frais relatifs aux ports sont représentés par ces codes de facturation :

7500 Port TCP/IP (relais de trame) jusqu'à 16 unités
7501 Port TCP/IP 17-256 unités
7502 Port TCP/IP 257-512 unités
7503 Port TCP/IP 513 unités et plus
7535 Protocole sécurisé SSL
7540 Connexion intersites
7550 Réseau et traitement des données – déplacement et ajout

Dans la demande initiale, les codes de facturation 7535, 7540 et 7550 ont été identifiés de manière incorrecte. Ces trois codes de facturation appartiennent à la catégorie des frais relatifs aux ports. Les frais réseau ou frais de connexion sont représentés par les codes de facturation 7530 à 7534 et 7536 à 7539.

8. *Commentaire : Les adhérents ne sont pas en mesure d'évaluer cette proposition parce qu'ils ne connaissent pas les coûts totaux liés au projet de modernisation des services de postnégociation. Offrir davantage de transparence aux adhérents quant aux ressources supplémentaires qu'ils devront consacrer à intégrer la nouvelle technologie serait également utile.*

Réponse de la CDS : La CDS a organisé une série de rencontres avec les adhérents tout au long de 2020 afin de présenter en détail les changements et les répercussions liés au nouveau système. À ce jour, selon le consensus des adhérents, ces changements ne sont pas perturbateurs. Jusqu'à l'achèvement de ce projet, la CDS communiquera l'information et offrira la transparence requises afin de gérer une transition aussi efficace que possible au nouveau système. Elle travaille aussi avec de grands fournisseurs de services du secteur financier, soit ISM, Broadridge et Paramax, pour les aider à comprendre cette évolution et ses répercussions. Elle a communiqué des renseignements au sujet des changements techniques aux fichiers et aux messages pour permettre aux fournisseurs de services et au personnel technologique des adhérents d'estimer l'effort lié à cette évolution des systèmes. Elle reconnaît que les adhérents font partie intégrante des efforts visant à assurer une transition sûre et graduelle au nouveau système. Tout au long de l'été et de l'automne de 2020, elle a communiqué de l'information sur sa stratégie de mise à l'essai ainsi que sur les modifications de rapports et d'écrans. Dans le cadre du projet de modernisation des services de postnégociation, elle entend laisser au moins six mois aux adhérents afin que ceux-ci puissent réaliser des essais.

9. *Commentaire* : *L'incidence de l'élimination des remises sera importante pour certains adhérents.*

Réponse de la CDS : La CDS croit qu'il est trompeur et inexact pour quelque adhérent que ce soit d'affirmer que l'incidence de l'élimination des remises est importante pour lui. Par exemple, selon la connaissance qu'a la CDS des dépenses engagées par les adhérents qui sont des courtiers membres de l'OCRCVM, l'élimination des remises représente en moyenne 0,04 % des dépenses des adhérents. Parmi les adhérents qui sont des courtiers membres de l'OCRCVM, seuls quatre chiffrent l'incidence de l'élimination des remises à plus de 0,5 % de leurs dépenses respectives, et le plus touché de ces quatre membres chiffre cette incidence à 1,08 % de ses dépenses. L'un de ces quatre membres verra une diminution des frais qu'il verse à la CDS lorsqu'on tient compte du résultat net de la suppression des frais de connectivité.

Comme mentionné précédemment, le coût global de compensation d'environ un tiers des adhérents, y compris la moitié des adhérents qui sont facturés 1 million de dollars ou moins par année, diminuera en raison de la suppression proposée des frais de connectivité réseau et des frais de transmission de fichiers de rapports. Les adhérents de la CDS qui sont des banques canadiennes ou des banques américaines seront les plus fortement touchés par l'élimination des remises proposées, en dollars, mais comme mentionné ci-dessus, cette incidence sera minime en proportion d'autres frais semblables ou des charges d'exploitation.

À notre avis, il est raisonnable de modifier un modèle tarifaire lorsqu'il en résulte que les tarifs de la CDS demeurent parmi les plus bas au monde. La section X (B) présente les résultats d'une analyse comparative des frais publiée par un tiers en 2019. Le rapport, qui s'est fondé sur les prix affichés par la CDS (c.-à-d., les prix avant remise), a constaté que

les frais exigés par la CDS sont extrêmement bas. Nous estimons que les frais de compensation et de règlement peu élevés de la CDS par rapport à ceux de ses pairs à l'échelle mondiale constituent une preuve tangible du service efficient et à valeur ajoutée que la CDS fournit à ses adhérents.

C. Commentaires sur la mise en œuvre de l'élimination des remises

1. *Commentaire : Si elle est mise en œuvre, l'élimination des remises devrait n'avoir lieu qu'après l'achèvement de la modernisation des services de postnégociation.*

Réponse de la CDS : La CDS comprend la logique de ce commentaire. La CDS accepte le commentaire de cet adhérent et s'engage à ne pas éliminer les remises de frais ni à supprimer les frais relatifs aux ports et les frais de transmission des fichiers de rapports avant le lancement du projet de modernisation des services de postnégociation. La CDS cesse de facturer les frais réseau ou frais de connexion dès qu'un adhérent transfère la gestion de sa connectivité réseau hors de la CDS.

2. *Commentaire : Les remises pourraient être suspendues plutôt qu'éliminées.*

Réponse de la CDS : La CDS a déterminé qu'une modification importante de son modèle de financement s'avérait nécessaire afin de pouvoir réaliser non seulement son projet de modernisation des services de postnégociation, mais également tous ses futurs projets de développement technologique, de manière à assurer la sécurité de cette infrastructure de marché essentielle. Par conséquent, un changement important doit être apporté au modèle tarifaire. Le système modernisé devrait avoir une durée de vie utile de 10 à 15 ans. Dans un modèle d'affaires à but lucratif, il est peu efficace d'interrompre occasionnellement des mécanismes de remise afin de financer des projets d'infrastructure; il est plus efficace de tarifier les services dans le but d'utiliser les produits réalisés pour financer à la fois les activités et les dépenses d'immobilisations occasionnelles. L'élimination des remises nous permettra de réaliser la prestation stable et efficace de nos services et de financer nos dépenses d'immobilisations continues.

D. Autres commentaires

1. *Commentaire : L'incidence de ces changements est moindre sur les actionnaires de Maple.*

Réponse de la CDS : Ce commentaire est faux et erroné. Comme indiqué dans la demande initiale, TMX est une société ouverte détenue par un très grand nombre d'actionnaires. À l'époque de la transaction Maple, certains actionnaires de TMX étaient partie à des ententes de nomination de Maple qui leur garantissaient une représentation au conseil d'administration de TMX. Ces ententes de nomination sont arrivées à échéance

à l'automne de 2018. Parmi les actionnaires de Maple initiaux qui sont aussi adhérents de la CDS, un seul, à notre connaissance, est encore actionnaire de TMX, et il possède moins de 10 % des actions en circulation de TMX.

2. *Commentaire : Les coûts de technologie étaient prévisibles au moment de la transaction Maple. Les adhérents ne devraient pas avoir à faire les frais d'un contrôle préalable mal effectué.*

Réponse de la CDS : Étant donné la stabilité du système, un important projet technologique de cette nature n'était pas envisagé au moment la transaction Maple, en 2012. Après avoir exploité la CDS plusieurs années, TMX et la direction ainsi que le conseil d'administration de la CDS ont été en mesure d'évaluer la plateforme technologique de la CDS et de déterminer la meilleure voie d'avenir.

3. *Commentaire : Ces changements sont incompatibles avec les décisions de reconnaissance rendues, en partie, pour contribuer à l'atteinte d'un juste équilibre entre les intérêts des propriétaires de la CDS et ceux des adhérents.*

Réponse de la CDS : La proposition d'élimination des remises est tout à fait compatible avec les décisions de reconnaissance de la CDS. Premièrement, le processus respecte le protocole de modification tarifaire, lequel exige l'approbation de certaines autorités provinciales en valeurs mobilières après un processus de consultation publique. Deuxièmement, nous reconnaissons qu'il est essentiel de maintenir un juste équilibre entre les propriétaires et les usagers de la CDS. À notre avis, cet équilibre sera atteint lorsque les remises seront éliminées. En elles-mêmes, les synergies de coûts visées et réalisées par TMX à la suite de son acquisition de la CDS n'étaient pas suffisantes pour que TMX atteigne le taux de rendement interne cible à la suite de la transaction Maple; ce taux dépendait aussi de l'accroissement des volumes à la CDS. Par conséquent, même si TMX a réalisé ces synergies de coûts, le fait que les hypothèses liées aux volumes ne se soient pas avérées a eu pour conséquence que le rendement de l'investissement de TMX dans la CDS est inférieur au taux de rendement interne visé, alors que les tarifs de la CDS sont demeurés au niveau de 2012, ce qui en fait certains des plus bas au monde. Il est donc juste que TMX obtienne le taux de rendement interne attendu de son investissement dans la CDS tant et aussi longtemps que la CDS continue d'offrir ce service à ses adhérents aux niveaux attendus. L'incidence de l'élimination des remises sur les adhérents est minime. Par contraste, si la CDS devait employer un système complètement nouveau, pérenne, d'une durée de vie prévue de 10 à 15 ans et ayant une incidence négative sur le taux de rendement interne de TMX, cela serait injuste.

VIII. AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES

Remarque : La section VIII de la présente demande modifiée demeure inchangée depuis sa publication dans la demande initiale.

A. Augmenter les frais applicables aux services de base

Dans le cadre d'un modèle de fonctionnement à but lucratif, une augmentation des produits est nécessaire pour financer les dépenses d'immobilisations sans réduire le taux de rendement. La CDS avait le choix de financer le projet de modernisation des services de postnégociation soit en augmentant les frais, soit en réduisant les remises. Nous croyons qu'il aurait été beaucoup plus compliqué d'augmenter les frais que d'éliminer les remises pour atteindre le même objectif; la CDS et les parties prenantes auraient été amenées à examiner un grand nombre de hausses de frais touchant des services distincts qui figurent dans le Barème de prix de la CDS, à déterminer les hausses applicables et à mener des consultations concernant ces multiples tarifs. En plus du temps et des ressources investis par nos parties prenantes dans le cadre d'un tel exercice, une hausse des frais aurait eu des conséquences plus importantes et probablement plus défavorables et inéquitables pour les adhérents de la CDS du fait de la nature très diversifiée de l'ensemble de ceux-ci, ainsi que de leurs tailles grandement variées. En revanche, les remises comprennent deux composantes simples à calculer et pour lesquelles des modèles pro forma (selon les résultats de 2018) peuvent être mis à la disposition des adhérents (et l'ont été). La proposition visant à éliminer les remises est simple à comprendre, car il résulte de cette élimination un modèle tarifaire selon lequel les prix affichés représentent le prix réel d'un service, plutôt qu'une liste de services assortis de prix « avant remise », comme c'est le cas actuellement. Globalement, la CDS a déterminé que l'élimination des remises, plutôt que des augmentations particulières ou généralisées, constituait l'approche la plus efficace et équitable.

B. Élimination permanente ou interruption occasionnelle des remises

La CDS propose d'éliminer les remises non seulement pour financer le projet de modernisation des services de postnégociation, mais aussi pour financer les projets de mise à niveau technologique futurs et sur une base continue. Le système modernisé qui doit être mis en service à la fin de 2021 ou au début de 2022 devrait avoir une durée de vie utile de 10 à 15 ans. Dans un modèle d'affaires à but lucratif, il est peu efficace d'interrompre occasionnellement des mécanismes de remise pour financer des projets d'infrastructure; il est plus efficace de tarifier les services dans le but d'utiliser les produits réalisés pour financer à la fois les activités et les dépenses d'immobilisations occasionnelles. Nous estimons que l'élimination des remises représente une mesure adéquate qui devrait soutenir la prestation stable et efficace de nos services ainsi que nous permettre de financer nos dépenses d'immobilisations continues, tout en répondant aux exigences de TMX pour ce qui est du taux de rendement interne minimum visé des activités de la CDS.

IX. COMPARAISON AVEC D'AUTRES CHAMBRES DE COMPENSATION À L'ÉCHELLE MONDIALE

Remarque : La section IX de la présente demande modifiée demeure inchangée depuis sa publication dans la demande initiale.

A. Les remises constituent un modèle unique

La CDS a retenu les services d'un consultant externe à quatre reprises depuis 2011 pour réaliser une analyse comparative mondiale des frais applicables aux services des chambres de compensation. Comme mentionné à la section III(A)(3), la dernière analyse comparative des frais a été effectuée en 2019 et le rapport du consultant externe a été remis aux autorités de réglementation et un résumé a été affiché à l'intention des adhérents de la CDS sur le portail du projet de modernisation des services de postnégociation¹⁰. Dans son analyse comparative, le consultant externe a constaté qu'aucune chambre de compensation ayant une structure de propriété similaire à celle de la CDS n'offrait de remise à ses clients. Bien que les concepts de remise aux adhérents et de prélèvement existent au sein de chambres de compensation détenues par leurs membres (par ex. la DTCC), le concept de remise aux adhérents est inusité dans un modèle d'affaires à but lucratif. En revanche, certaines chambres de compensation offrent des réductions de frais en fonction de l'activité de l'adhérent (par ex. des réductions de frais pour les volumes élevés d'activité). Les concepts de « réduction » et de « remise » sont différents. Depuis la transaction Maple, la CDS n'a pas le droit, aux termes de ses décisions de reconnaissance, d'offrir des réductions fondées sur le niveau d'activité d'un adhérent.

B. Analyse comparative des frais à l'échelle mondiale 2019

Selon le rapport 2019 du consultant externe, qui se fonde sur les frais indiqués dans le Barème de prix de la CDS (c.-à-d. les frais avant remise), les frais exigés par la CDS sont extrêmement bas par rapport à ceux des autres fournisseurs de services de compensation et de règlement; ils rivalisent même avec ceux de la DTCC. La DTCC est largement reconnue comme étant le fournisseur de services de compensation et de règlement le plus abordable du monde entier. Il a été établi que la CDS était le fournisseur de services le moins coûteux (frais de compensation et de règlement) pour ce qui est des opérations hors cote (titres de participation et titres à revenu fixe) et des opérations en bourse sur titres à revenu fixe. Après la DTCC, la CDS est le fournisseur de services le moins coûteux pour ce qui est des opérations boursières sur titres de participation (frais de compensation et de règlement). En ce qui concerne les frais liés à la garde de valeurs, il a été établi que la CDS était le quatrième fournisseur le moins coûteux pour ce qui est des titres à revenu fixe. En ce qui concerne la garde des titres de participation, l'analyse comparative est

¹⁰ Le résumé de ce rapport est publié à l'adresse suivante : <https://www.cds.ca/resource/fr/196>.

difficile, car la méthode de tarification utilisée par la CDS et la DTCC est différente de celles de leurs pairs à l'échelle mondiale, les frais perçus aux États-Unis et au Canada étant fondés sur les volumes (nombre total de positions et d'actions) plutôt que sur la valeur. Une comparaison directe des frais liés à la garde des titres de participation de la CDS avec ceux de la DTCC est également difficile, car les clients de la DTCC bénéficient de réductions sur le volume (par tranches); la CDS n'est pas autorisée à offrir de telles réductions, conformément à ses décisions de reconnaissance.

Nous estimons que les frais de compensation et de règlement peu élevés de la CDS par rapport à ceux de ses pairs à l'échelle mondiale constituent une preuve tangible du service efficient et à valeur ajoutée que la CDS fournit déjà à ses adhérents. Comme indiqué plus haut, dans le cadre de l'analyse qui a permis d'établir ces classements, le consultant externe a utilisé les frais indiqués dans le Barème de prix de la CDS sans tenir compte de l'application de remises qui auraient eu pour effet de réduire davantage les frais de la CDS. Autrement dit, cette analyse comparative a été menée comme si aucune remise n'était offerte; l'effet de l'élimination des remises ne modifiera en rien le fait que la CDS est un fournisseur de services de compensation et de règlement à très faibles coûts à l'échelle mondiale.

X. INTÉRÊT PUBLIC

La CDS soutient que les changements proposés dans le présent avis ne vont pas à l'encontre de l'intérêt public.

XI. COMMENTAIRES

Veillez faire parvenir vos commentaires écrits à l'égard des modifications proposées d'ici le **29 mars 2021**, aux coordonnées suivantes :

Wayne S. M. Ralph
Chef de l'exploitation
Services de dépôt et de compensation CDS inc.
100, rue Adelaide Ouest
Toronto (Ontario)
Courriel : wayne.ralph@tmx.com

Veillez également faire parvenir un exemplaire de ces commentaires à l'AMF, à la CVMO et à la British Columbia Securities Commission, à l'attention des personnes indiquées ci-après.

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
Courrier électronique :
[consultation-en-
cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

Manager, Market Regulation
Market Regulation Branch
Ontario Securities Commission
Suite 1903, Box 55,
20 Queen Street West
Toronto, Ontario, M5H 3S8
Télécopieur : 416 595-8940
Courrier électronique :
marketregulation@osc.gov.on.ca

Michael Brady
Acting Manager,
Market and SRO
Oversight
British Columbia
Securities Commission
701 West Georgia
Street
P.O. Box 10142, Pacific
Centre
Vancouver, B.C.
V7Y 1L2

Télécopieur : 604 899-
6506
Courrier électronique :
mbrady@bcsc.bc.ca

Les commentaires reçus pendant la période de sollicitation de commentaires seront mis à la disposition du public.

ANNEXE A

Commentaire reçu au sujet de la demande initiale (voir la section VII)

Numéro	Thèmes et commentaires	Commentateurs
A	Valeur du projet de modernisation des services de postnégociation	
A.1	Pourquoi la CDS doit-elle mettre en œuvre le projet de modernisation des services de postnégociation? En quoi cette modernisation sera-t-elle avantageuse pour les adhérents? Quelles sont les lacunes actuelles?	Canaccord SCFC Haywood ACCVM LJG
A.2	La proposition de la CDS d'éliminer la suite de rapports existants fournie actuellement aux adhérents ne constitue pas un progrès.	Casgrain
A.3	Notre secteur n'a besoin d'améliorations qu'en ce qui concerne les fonctions de droits et privilèges et d'événements de marché.	Canaccord Haywood
B	Coûts liés au projet de modernisation des services de postnégociation	
B.1	Les adhérents ne devraient pas avoir à assumer le coût total du financement du projet de modernisation des services de postnégociation; cela leur ferait porter de manière disproportionnée le fardeau financier et le risque liés à la modernisation des services de postnégociation. La CDS fait porter aux adhérents les coûts et les risques de ses projets d'investissement.	Casgrain CSTA SCFC Haywood ACCVM LJG Questrade TD
B.2	Le coût initial du projet de 55 à 60 millions de dollars devait être autofinancé au moyen des économies annuelles de la CDS sur ses charges d'exploitation de 6 à 8 millions de dollars. La CDS n'a pas justifié adéquatement les importantes augmentations de coûts par rapport à son budget initial.	Haywood ACCVM LJG Questrade
B.3	Quelles sont les économies de coûts prévues pour la CDS et comment se reflètent-elles sur la proposition d'élimination des remises et dans les calculs de taux	Casgrain CSTA Haywood

	de rendement interne de TMX? « Il semble probable que les changements de système soient motivés par des économies de coûts pour l'entité TSX-CDS combinée. »	ACCVM LJG
B.4	La structure tarifaire de la CDS comprend déjà un budget pour la maintenance et les améliorations du système.	Canaccord Haywood ACCVM LJG Questrade
B.5	Les frais des services aux émetteurs devaient servir à remplacer le système de droits et privilèges et d'événements de marché. L'élimination des remises semble dédoubler cette augmentation des frais.	ACCVM
B.6	En quoi est-ce conforme à la décision de reconnaissance, quel cadre de gouvernance est en place à la CDS afin d'évaluer le coût et le bénéfice des projets technologiques futurs et quel rôle joueraient les adhérents dans ce processus?	ACCVM
B.7	Les adhérents ont besoin d'information supplémentaire afin d'évaluer le changement relatif aux coûts de connectivité. Pour l'adhérent, il peut être plus coûteux de recourir à son propre fournisseur de réseau qu'au réseau géré par la CDS.	Casgrain CSTA SCFC ACCVM LJG Questrade TD
B.8	Les adhérents ne sont pas en mesure d'évaluer cette proposition parce qu'ils ne connaissent pas les coûts totaux liés au projet de modernisation des services de postnégociation. Offrir davantage de transparence aux adhérents quant aux ressources supplémentaires qu'ils devront consacrer à intégrer la nouvelle technologie serait également utile.	SCFC ACCVM
B.9	L'incidence de l'élimination des remises sera importante pour certains adhérents.	SCFC ACCVM
C	Mise en œuvre de l'élimination des remises	
C.1	Si elle est mise en œuvre, l'élimination des remises devrait n'avoir lieu qu'après l'achèvement de la modernisation des services de postnégociation.	Casgrain ACCVM LJG

C.2	Les remises pourraient être suspendues plutôt qu'éliminées.	Canaccord Casgrain LJG
4	Autres commentaires	
4a	L'incidence de ces changements est moindre sur les actionnaires de Maple.	SCFC
4b	Les coûts de technologie étaient prévisibles au moment de la transaction Maple. Les adhérents ne devraient pas avoir à faire les frais d'un contrôle préalable mal effectué.	CSTA SCFC Haywood
4c	Ces changements sont incompatibles avec les décisions de reconnaissance rendues, en partie, pour contribuer à l'atteinte d'un juste équilibre entre les intérêts des propriétaires de la CDS et ceux des adhérents.	CSTA SCFC

**AVIS AUX MEMBRES**

N° 2021 - 032

Le 23 février 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES**MODIFICATIONS APPORTÉES AU MANUEL DES RISQUES DE LA CORPORATION CANADIENNE DE
COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS POUR METTRE EN PLACE UN NOUVEAU PROCESSUS DE RECALIBRAGE
DU MODÈLE DE RISQUE**

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 pour mettre en place un nouveau processus de recalibrage du modèle de risque.

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 le manuel des risques 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 **26 mars 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à:

Martin Jannelle
Conseiller juridique principal
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 Martin Jannelle au 514-787-6578 ou au martin.jannelle@tmx.com.

Jean-François Bertrand
Président par intérim

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



**MODIFICATIONS APPORTÉES AU MANUEL DES RISQUES DE LA CORPORATION CANADIENNE DE
COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS (« CDCC ») POUR METTRE EN PLACE UN NOUVEAU
PROCESSUS DE RECALIBRAGE DU MODÈLE DE RISQUE**

TABLE DES MATIÈRES

DESCRIPTION	2
MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
ANALYSE	4
Contexte	4
Objectifs	5
Analyse comparative	6
Analyse des incidences	7
Incidences sur le marché	7
Incidences sur les systèmes technologiques	8
Incidences sur les fonctions de négociation	8
Intérêt public	8
PROCESSUS	8
DOCUMENTS EN ANNEXE	8

I. DESCRIPTION

Au cours de la période de mars à juillet 2020, des variations sur les marchés de valeurs mobilières et de dérivés découlant principalement des effets de la COVID-19 sur les marchés des capitaux, ont conduit les modèles de la CDCC relatifs à la marge initiale (« MI ») à des manquements aux tests rétro-actif de validité (“contrôles ex post” ou “backtesting”) des dérivés sur actions. Ces manquements sont jugés importants selon l'échelle des incidences de la CDCC.

Au cours de cette même 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 de backtesting des 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, telle qu'un recalibrage ou une modification du modèle de risque.

Pour résumer, les effets de l'écllosion de la COVID-19 sur les marchés des capitaux ont provoqué des manquements importants aux modèles de risques, qui ont mis en évidence le manque de souplesse de la CDCC en matière de modification de modèle lorsque certains paramètres principaux sont énoncés dans le Manuel des risques. Sauf si les dispositions existantes des Règles ou Manuels de la CDCC le permettent, tout rajustement aux paramètres de risque principaux des modèles de risque de la société nécessite l'approbation des autorités réglementaires, selon le processus habituel de « modification de règle » ou de « modification importante » (une solution qui peut être mal adaptée à certaines situations). S'il convient à toute autre modification de règle ou modification importante, ce processus demeure très limitatif en période de volatilité ou de rebond sur les marchés – des contextes dans lesquels la CDCC doit pouvoir intervenir plus rapidement.

Compte tenu de ce qui précède, la CDCC propose par la présente de modifier son Manuel des risques de manière à améliorer sa flexibilité et sa réactivité à adapter ses modèles de marge initiale de base suivant un « événement de recalibrage du modèle de risque ». Le tout serait assujéti à un processus de gouvernance pour assurer une évaluation fiable et rigoureuse des changements proposés.

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

Les modifications proposées par la CDCC comportent deux volets.

Premièrement, tous les paramètres de risque principaux dont il est expressément fait mention dans le Manuel des risques (en termes de valeur ou autrement), aux fins de calcul de la marge initiale de base des options, des contrats à terme, des éléments non réglés et des opérations sur titres à revenu fixe, seront supprimés du Manuel des risques et consignés strictement dans la documentation de modèle interne de la CDCC. Néanmoins, le Manuel des risques continuera de renfermer une description générale des modèles de risque (SPAN^{MD} et VAR), accompagnée d'une description des paramètres de risque.

Deuxièmement, la CDCC propose d'adopter un nouveau processus de gouvernance : le « recalibrage du modèle de risque ». Celui-ci ne changera pas le processus de gouvernance actuel au cadre de validation de modèle de tous les modèles de risque. Ce cadre comprend la supervision actuelle de la gestion du risque (validation et vérification) : le comité d'évaluation des risques, le comité de gestion des risques, le comité consultatif de gestion des risques et la vérification du modèle de risque du Service d'audit interne (ex-ante et ex-post). Comme c'est le cas présentement, le processus de gouvernance permettra d'approuver et de valider le caractère adéquat de chaque recalibrage. Ce nouveau processus de gouvernance sera fondé sur des procédures internes, dont le respect sera évalué dans le cadre de l'examen ex-post du Service d'audit interne de la CDCC. La portée et la fréquence de cet examen seront établies par le Service d'audit interne de la CDCC à sa discrétion, de temps à autre. Cela dit, le recalibrage des paramètres de risque principaux ne sera soumis à l'approbation ni du conseil d'administration ni des autorités réglementaires de la CDCC. Pour informer ses membres compensateurs et ses autorités réglementaires du recalibrage des paramètres de risque principaux, la CDCC publiera et distribuera un avis aux membres.

Plus précisément, le processus de recalibrage du modèle de risque et le nouveau processus de gouvernance y afférent iraient comme suit :

Processus de recalibrage du modèle de risque

1. La CDCC appliquera le processus de recalibrage du modèle de risque suivant un « événement de recalibrage du modèle de risque », qui s'entend d'une modification des paramètres de risque principaux découlant (i) d'un événement externe (événement ou situation d'ordre financier, politique ou économique d'envergure nationale ou internationale) ou (ii) d'une évaluation interne de la CDCC, effectuée au moyen de contrôles ex post et d'analyses de sensibilité, et conduisant au besoin de recalibrer les modèles de risque et d'améliorer leur rendement.
2. Le recalibrage en question est soumis au processus de surveillance de la gestion des risques de la CDCC. Si le comité consultatif de gestion des risques n'exprime aucune préoccupation à l'égard du recalibrage proposé, la CDCC enchaînera avec l'étape suivante.
3. Le processus de supervision de la gestion du risque comprendra la vérification du modèle de risque (ex-ante et ex-post) des recalibrages proposés par le Service d'audit interne de la CDCC. Le Service d'audit interne de la CDCC examinera les recalibrages proposés après mise en œuvre, et certains examens de prévérification seront aussi effectués régulièrement selon des scénarios de recalibrage préétablis. Le respect des procédures de gouvernance du recalibrage du modèle de risque sera aussi évalué dans le cadre des examens du Service d'audit interne de la CDCC.
4. Chaque recalibrage des principaux paramètres de risque fera l'objet d'un avis aux parties prenantes de la CDCC et sera accompagné de toute information pertinente telle qu'une analyse des incidences.
5. Le recalibrage entrera en vigueur cinq (5) jours ouvrables après la publication d'un avis aux membres à ce sujet sur le site Web de la CDCC.

Toutes les valeurs découlant de la mise en place des modèles de risque recalibrés seront publiées et distribuées auprès des parties prenantes de la CDCC par l'intermédiaire de fichiers de déclaration quantitative et qualitative, de publications et d'autres avis affichés de temps à autre sur le site Web de la CDCC.

Enfin, il convient de souligner que toute modification importante du modèle qui va au-delà des « paramètres de risque principaux » (p. ex. passer du traitement statistique du déficit prévu à celui de la valeur à risque, ou introduire un nouveau type d'hypothèse de distribution) sera considérée comme une « modification de règle » ou une « modification importante ». Par conséquent, elle sera présentée au conseil d'administration de la CDCC, puis aux autorités réglementaires de la CDCC et, s'il y a lieu, aux membres compensateurs (ou au public). Autrement dit, les principales composantes du modèle de risque demeureront dans le Manuel des risques. Les paramètres ajustables à l'occasion par la CDCC seront retirés du Manuel des risques, mais feront l'objet d'un examen interne rigoureux.

Les modifications proposées sont présentées en annexe. Elles comprennent notamment la suppression, du Manuel des risques, des paramètres de risque dont il est explicitement fait mention dans les dispositions sur le calcul de la marge initiale de base (pour les options, les contrats à terme, les éléments non réglés et les opérations sur titres à revenu fixe). Cette mesure permettrait de généraliser à l'intérieur d'une fourchette de valeurs déterminées, la distribution paramétrique, les niveaux de confiance, le lambda, les périodes de référence, les planchers et la période de marge en risque (« PMR ») (ci-après, un tableau des paramètres de risque principaux et des recalibrages hypothétiques). Les modifications comprennent également un nouveau processus de recalibrage du modèle de risque. Il convient de rappeler que le Manuel des risques continuera de renfermer une description générale des modèles de risque et des paramètres de risque principaux, dont la modification sera assujettie au processus de « modification de règle » ou de « modification importante ».

III. ANALYSE

a. Contexte

Des variations sur les marchés de valeurs mobilières et de dérivés, découlant des effets de la COVID-19 sur les marchés des capitaux, ont conduit les modèles de risque de la CDCC relatifs à la marge initiale (« MI ») à des manquements aux backtesting des dérivés sur actions. Ces manquements sont jugés importants selon l'échelle des incidences de la CDCC. C'est la raison pour laquelle la CDCC a proposé des mesures correctives basées sur des analyses de backtesting inversé et/ou de modélisation partielle: (1) un tampon de 15 % lié à la COVID-19, applicable à tous les produits; (2) un plancher assujetti à un tampon, décrit ci-après, applicable aux dérivés négociés en bourse (« DNB »).

Par conséquent, et dans le cadre des mesures qu'elle a adoptées au cours de la période mentionnée plus tôt, la CDCC a appliqué une hausse directe de 15 % sur la marge initiale de base (par l'augmentation des intervalles de marge) au niveau des produits (contrats à terme, options et opérations sur titres à revenu fixe). Entrée en vigueur le 3 avril 2020¹, cette mesure corrective

¹ https://www.cdcc.ca/u_avis_fr/046-20_fr.pdf

a été adoptée conformément à l'article A-702 des Règles de la CDCC, selon lequel le montant des marges pouvant être exigé d'un membre compensateur peut, en tout temps ou à l'occasion, et sans préavis, être modifié par la CDCC, si elle juge cette modification nécessaire ou souhaitable pour sa propre protection, celle de ses membres compensateurs ou celle du public.

Le 2 juillet 2020², conformément aux dispositions de l'article A-702 de ses Règles, la CDCC a annulé la hausse directe de 15 % sur tous les produits et l'a remplacé par une hausse temporaire (25 %) du plancher de volatilité actuel (le « plancher assujéti à un tampon »), mais uniquement pour les contrats à terme sur indices et sur taux d'intérêt. Le 4 septembre 2020³, le plancher assujéti à un tampon a été appliqué aux autres DNB (c.-à-d. les options et les contrats à terme sur actions individuelles, à l'exception des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme). Cette modification avait pour but d'affiner la mesure d'atténuation initiale de 15 % en établissant un meilleur équilibre entre le risque (backtesting adéquat) et le coût pour les participants (le niveau des marges), et avec pour conséquence de mieux s'adresser aux questions de procyclicité qui peuvent se poser en période de marges élevées. Par souci de clarté, il convient de préciser qu'en recourant au plancher assujéti à un tampon, les marges ne puissent pas tomber en dessous d'un certain niveau dans un avenir rapproché, plutôt que d'ajouter un tampon à calibration unique de 15 % aux marges actuelles.

Malgré leur utilité, ces mesures correctives étaient toutefois considérées comme des solutions d'atténuation temporaires. Les recours de la CDCC ont toujours été limités, compte tenu de la portée des dispositions de son Manuel des risques et des restrictions liées aux protocoles de « modification de règle » et de « modification importante » auxquels elle est assujéti. Par conséquent, la CDCC estime qu'une solution générale et permanente, telle qu'un recalibrage du modèle de risque, devrait être mise en place.

b. Objectifs

Le processus de recalibrage du modèle de risque serait suffisamment souple pour permettre une modification rapide des paramètres de risque principaux sans passer par le processus officiel de « modification de règle » ou de « modification importante ». Dans certains cas, cette latitude permettrait à la CDCC de protéger encore plus l'intégrité de son marché et les activités de ses membres compensateurs.

Par exemple, à la suite de l'écllosion de COVID-19, la CDCC a rapidement détecté un problème potentiel touchant l'un des principaux paramètres de risque de son modèle de MI : le plancher de son estimateur de la volatilité. Ce plancher correspond à la moyenne des estimateurs de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidiens observés sur les 10 dernières années. Au début de la période de la COVID-19, la crise financière de 2008 venait d'être exclue de la période de référence fixe de 10 ans – une situation propice à la sous-estimation du plancher, tout particulièrement pour les dérivés sur actions. Rapidement, la CDCC a évalué et mesuré l'incidence qu'aurait une prolongation de la période de référence à 15 ans, une mesure qui permettrait d'assurer la présence d'une période de crise dans le paramètre de calcul du plancher. Or, cette modification n'a pu être envisagée en raison du processus nécessaire pour modifier les dispositions du Manuel des risques. Un processus plus flexible de recalibrage du modèle de risque

² https://www.cdcc.ca/u_avis_fr/088-20_fr.pdf

³ https://www.cdcc.ca/u_avis_fr/113-20_fr.pdf

aurait pu permettre à la CDCC de proposer non pas des mesures d'atténuation temporaires, mais une solution permanente « ciblée » et mieux adaptée aux problèmes de procyclicité.

Vous trouverez ci-dessous un tableau des calibrages des paramètres de risque principaux qui seront retirés du Manuel des risques. Chacun est accompagné du recalibrage hypothétique applicable au groupe ou sous-groupe de produits spécifié.

Paramètre de risque principal	Groupe de produits	Calibrage actuel	Recalibrage hypothétique
Distribution paramétrique	Contrats à terme sur indices	Normale	<i>t de Student</i>
Niveau de confiance	Obligations à rendement réel	99,62 %	99,87 %
Niveau de confiance	Options	99,87 %	99,92 %
Lambda	Contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme	99 %	98 %
Période de référence – MMPE	Contrats à terme sur obligations	260 jours	520 jours
Période de référence – Plancher	Contrats à terme	10 ans	15 ans
Période de référence – Scénarios historiques filtrés	Titres à revenu fixe	5 ans	10 ans
Plancher – Traitement statistique	Options	Moyenne	Médiane
Multiplicateur de tampon de marge – Arrondissement	Obligations du Canada	0,25	0,1
Facteur de rajustement minimum	Obligations à rendement réel	0	0,8
Période de marge de risque	Options	2	5

Par souci de clarté, il est entendu que le Manuel des risques continuera de renfermer une description des paramètres de risque principaux employés dans les modèles de risque de la CDCC (voir la colonne de gauche du tableau ci-dessus). Ce sont les mentions de « calibrages » et « recalibrages » précis qui seront supprimées du Manuel des risques. Cette suppression permettra à la CDCC, dans les limites du processus de gouvernance proposé, de réagir plus adéquatement à une volatilité des marchés comme celle qu'elle a connue entre mars et juillet 2020.

c. Analyse comparative

Il convient de souligner qu'en matière de modèles de risque, la CDCC fait preuve d'une grande transparence à l'endroit de ses membres compensateurs et du public. En effet, elle diffuse explicitement et publiquement les valeurs de certains paramètres qu'elle utilise, notamment dans

le processus d'établissement des marges prévu dans le Manuel des risques. La CDCC a mené une analyse comparative de l'information publique des autres chambres de compensation, dont CME Clearing, ICE Clear US, LCH SA, ASX Clear (contrats à terme) et Eurex Clearing, qui a débouché sur des conclusions intéressantes. Ainsi, il apparaît que ces chambres de compensation ne donnent qu'une description très générale de leurs processus d'établissement des marges dans leurs documents d'information relatifs à la conformité aux Principes pour les infrastructures de marchés financiers (« PIMF ») et dans leurs autres documents publics. Par ailleurs, la CDCC n'a trouvé aucune mention directe des modèles de risque des chambres de compensation dans leurs règles respectives.

Par exemple, CME Clearing⁴ et LCH SA^{5, 6} mentionnent seulement que les marges sont établies selon la méthode SPAN^{MD} ou la méthode de la valeur à risque et ne fournissent que quelques renseignements généraux pour chaque marché (p. ex. l'intervalle de confiance, la période de référence minimale, la période de retenue et la fréquence d'examen des paramètres). Dans leurs règles respectives, ni CME Clearing⁷ ni LCH SA^{8, 9} ne précisent les formules de leurs modèles, contrairement à ce que fait la CDCC actuellement.

En revanche, CME Clearing et LCH SA précisent que toute modification importante de leurs modèles est soumise à des procédures supplémentaires. Les documents d'information de CME Clearing stipulent que : « *toute modification importante des méthodes d'établissement des marges de CME Clearing doit être consignée en détail, puis diffusée par l'intermédiaire d'avis relatifs à la compensation (clearing advisories) et de dépôts publics de règles (public rule filings) sur le site Web de CME Group* » [traduction libre]. Du côté de LCH SA, les documents prévoient ce qui suit : « *Les modifications importantes aux méthodes d'établissement des marges sont assujetties au processus de gouvernance interne des risques de LCH SA, qui prévoit un examen interne et une validation indépendante du modèle et qui exige l'approbation à la fois du comité de direction sur la gestion des risques et du conseil d'administration de LCH SA. Pour chacun des services de compensation de LCH SA, le rapport et les recommandations de validation du modèle sont transmis au service de gouvernance interne des risques, au service d'audit interne et aux autorités réglementaires compétentes.* » [traduction libre]

Compte tenu de ce qui précède, la CDCC souhaiterait harmoniser le contenu de son Manuel des risques avec le degré d'information publique de ses homologues. À l'instar de CME Clearing et de LCH SA, la CDCC s'assurerait que les modifications apportées aux méthodes et aux structures relatives aux modèles de risque et aux formules décrites dans son Manuel des risques sont soumises au processus habituel de « modification de règle » ou de « modification importante ».

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

⁴ <https://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/files/cme-clearing-principles-for-financial-market-infrastructures-disclosure.pdf>

⁵ <https://www.lch.com/risk-management/risk-management-sa>

⁶ https://www.lch.com/system/files/media_root/CPMI-IOSCO%20Self%20Assessment%20of%20LCH%20SA%202019_Q2_2020.pdf

⁷ <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/1/8/8.pdf>

⁸ https://www.lch.com/system/files/media_root/IV.2-2%20VA%202013-12-12.pdf

⁹ https://www.lch.com/system/files/media_root/V.4-1%20VA%202019-12-27.pdf

Les modifications proposées du Manuel des risques de la CDCC n'auront aucune incidence immédiate sur les exigences de marge initiale de la CDCC. Toutefois, ces modifications améliorerait la flexibilité et la réactivité de la CDCC à adapter ses modèles de marge initiale de base suivant un « événement de recalibrage du modèle de risque », tout en tenant compte d'autres facteurs importants tels que les coûts, les risques et la procyclicité des marges. Chaque recalibrage ferait l'objet d'un avis aux parties prenantes de la CDCC et serait accompagné de toute information pertinente telle qu'une analyse des incidences.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées du Manuel des risques de la CDCC n'auront aucune incidence sur les systèmes technologiques de la CDCC (SOLA, système de risque, système informatique des utilisateurs finaux). La CDCC est d'avis que tout recalibrage de modèle de risque doit être réalisé à l'aide des systèmes technologiques existants. Par conséquent, les systèmes feront l'objet d'essais préalables qui tiendront compte d'éventuels recalibrages du modèle de risque et leur environnement de production devra prendre en charge n'importe quelle modification des paramètres. Sous réserve de toute disposition contraire prévue dans les Règles et les Manuels de la CDCC, il est entendu que tout recalibrage du modèle de risque qui exige une modification importante des systèmes technologiques existants doit probablement passer par le processus de « modification de règle » ou de « modification importante ».

iii. Incidences sur les fonctions de négociation

Les modifications proposées du Manuel des risques de la CDCC n'auront 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. Le processus de recalibrage du modèle de risque serait suffisamment souple pour permettre une modification rapide des principaux paramètres de risque sans passer par le processus officiel de « modification de règle » ou de « modification importante ». Cette latitude permettrait à la CDCC de protéger encore plus l'intégrité de son marché et les activités de ses membres compensateurs. Par conséquent, la CDCC estime que ce processus est dans l'intérêt de ses membres compensateurs et du public.

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.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

- Annexe 1 : Manuel des risques modifié

ANNEXE 1: MANUEL DES RISQUES MODIFIÉ -
AVEC MODIFICATIONS



MANUEL DES RISQUES

12 JUIN 2020

Glossaire

Sauf indication contraire dans le présent manuel des risques, les termes clés ont le sens qui leur est attribué dans les règles.

Calculateur de risque : Système qu'utilise la CDCC pour évaluer et gérer le risque, ainsi que pour calculer la marge initiale et l'exigence relative au fonds de compensation.

Choc de volatilité : Paramètre établi par la CDCC qui reflète la fluctuation maximale de la volatilité quotidienne du contrat d'option. Le choc de volatilité sert à calculer la marge initiale de base pour les options.

Courbe zéro coupon : Type particulier de courbe de taux qui associe des taux d'obligations zéro coupon à différentes échéances (périodes à courir avant l'échéance). Les périodes à courir avant l'échéance représentent des données de facteur de risque permettant d'évaluer le prix d'une opération sur titre à revenu fixe selon une méthode de réévaluation complète.

Crédit inter-marchandises : Crédit pouvant être appliqué à la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés lorsqu'un portefeuille contient des positions compensatrices sur des instruments à forte corrélation.

Débit intra-marchandises : Débit pouvant être appliqué lorsqu'un portefeuille contient des positions compensatrices sur différents mois d'échéance dans un même groupe combiné étant donné qu'ils peuvent présenter une corrélation qui n'est pas parfaite.

Décote : Pourcentage escompté par rapport à la valeur au marché des garanties admissibles mises en gage aux fins du dépôt de garantie. L'escompte fait état de la volatilité des fluctuations des cours des biens nantis.

Déficit prévu : Moyenne de l'ensemble des pertes qui sont supérieures ou égales au pire cas. Le pire cas correspond à $(1-\alpha)\%$, où « α » représente le niveau de confiance.

Distribution des gains et des pertes historiques : Classement des scénarios historiques de gains et de pertes, de la perte la plus importante au gain le plus important.

Événement de recalibrage du modèle de risque : Une modification dans les paramètres de risque principaux découlant (i) d'un événement externe (événement ou situation d'ordre financier, politique ou économique d'envergure nationale ou internationale) ou (ii) d'une évaluation interne de la CDCC, effectuée au moyen de contrôles ex post et d'analyses de sensibilité, et conduisant au besoin de recalibrer les modèles de risque et d'améliorer leur rendement.

Exigence relative au fonds de compensation : Contribution exigée de chaque membre compensateur (sauf des membres compensateurs à responsabilité limitée) au fonds de compensation.

Facteur de risque : Facteur ayant une influence sur la valeur d'un instrument dérivé ou d'un IMHC.

Grille de risques: Ensemble de scénarios définis pour un contrat donné et représentant le gain ou la perte hypothétique dans une situation de marché donnée entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Groupe combiné : Groupe de positions associées à un même bien ou produit sous-jacent. Le groupe combiné est le niveau le plus bas auquel on calcule la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Groupe relatif à la valeur à risque : Groupe d'opérations sur titres à revenu fixe associées à des facteurs de risque similaires. Un groupe relatif à la valeur à risque est le niveau le plus bas auquel CDCC calcule la marge initiale de base des opérations sur titres à revenu fixe.

Intervalle de marge : Paramètre établi par la CDCC qui reflète la fluctuation de cours maximale que le bien sous-jacent pourrait connaître au cours de la période de marge en risque. L'intervalle de marge sert à calculer la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Jour férié bancaire : Jour du Souvenir au Canada ou tout jour désigné jour du Souvenir par la CDCC dans son calendrier des jours fériés publié chaque année.

Limites : Relativement au ratio effectif, limites supérieure et inférieure qui correspondent respectivement aux ratios quotidiens le plus élevé et le plus faible d'une période donnée.

Marge de variation : Marge qui couvre le risque causé par la fluctuation du cours d'un instrument dérivé ou d'un IMHC ou le changement du taux variable de fixation du prix, dans chaque cas depuis l'évaluation précédente réalisée conformément aux règles.

Marge initiale de base : Exigence de marge qui couvre les pertes potentielles qui peuvent survenir au cours de la prochaine période de liquidation en raison des fluctuations du marché. La marge initiale de base ne comprend aucune marge supplémentaire.

Marge initiale : Marge initiale de base (ou marge initiale de base rajustée, selon le cas) et marges supplémentaires.

Marge initiale de base rajustée : Relativement aux membres compensateurs à responsabilité limitée, la marge initiale de base multipliée par le ratio effectif. Le ratio effectif est recalibré régulièrement selon ce que prévoit le présent manuel.

Marges supplémentaires : Marges supplémentaires ajoutées à la marge initiale de base (ou à la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et constituant la marge initiale conformément à la méthode énoncée dans le présent manuel. Les marges supplémentaires comprennent : 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 prévue dans les règles (hormis celle prévue à la règle D-607). Employée au singulier, l'expression « marge supplémentaire » désigne l'une des marges supplémentaires décrites ci-dessus, lorsque le contexte l'exige.

Marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée : Exigence de marge qui couvre le risque qui survient si la valeur totale du risque que représente le membre compensateur à responsabilité limitée pour la CDCC est supérieure au montant global de sa marge initiale de base rajustée et de la valeur totale du fonds de compensation.

La CDCC détermine le risque que représente le membre compensateur à responsabilité limitée en calculant la perte estimative qu'elle subirait dans des conditions de marché extrêmes, mais plausibles. Cette marge supplémentaire est calculée quotidiennement et seuls les membres compensateurs à responsabilité limitée sont tenus de la verser.

Marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement : Exigence de marge qui couvre le risque qui découle d'un décalage entre le règlement de positions donnant lieu par ailleurs à une compensation de marge.

Marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique : Exigence de marge qui couvre le risque qui survient lorsque l'exposition du membre compensateur à ses propres produits présente une corrélation défavorable avec sa capacité financière.

Marge supplémentaire pour le risque de crédit : Exigence de marge qui couvre le risque de crédit des membres compensateurs qui survient si l'exposition d'un membre compensateur à la CDCC est supérieure à son niveau de capital.

Marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée : Exigence de marge qui couvre le risque que court la CDCC en garantissant à chaque membre compensateur le règlement quotidien de la prime quotidienne nette.

Marge supplémentaire pour le risque de liquidité : Exigence de marge qui couvre le risque de liquidité qui survient lorsque la CDCC doit dénouer des positions à un prix différent du cours du marché. On peut décomposer le risque de liquidité en deux composantes : le risque de liquidité intrinsèque, qui est essentiellement associé à l'écart acheteur-vendeur, et le risque de liquidité additionnel, qui est attribuable aux positions concentrées qui ne peuvent être dénouées à l'intérieur de l'écart acheteur-vendeur.

Marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier : Exigence de marge qui couvre le risque intrajournalier qui survient lorsque la volatilité du marché ou l'augmentation soudaine du volume des opérations produit une exposition exceptionnellement importante à la marge de variation.

Marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation : Exigence de marge qui couvre le risque auquel est exposée la CDCC lorsqu'elle garantit, à chaque membre compensateur ayant donné en garantie des titres particuliers pour couvrir son exigence de marge de variation nette, la restitution de ces titres, dans l'éventualité où un autre membre compensateur auquel ces titres ont été initialement livrés omet de les rendre et devient non conforme ou est suspendu. Dans ce cas, la CDCC devra acheter les titres concernés sur le marché pour les rendre au membre compensateur qui les avait initialement donnés en garantie.

Marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire : Exigence de marge qui couvre le risque lié aux expositions non couvertes attribuables à de nouvelles opérations effectuées lors du jour férié bancaire et le risque de marché additionnel que pourrait courir la CDCC lors du jour férié bancaire.

Multiplicateur de tampon de marge : Multiplicateur appliqué à la marge initiale de base pour une opération sur titre à revenu fixe afin de prévenir ou maîtriser de possibles effets procycliques.

Période de marge en risque : Période dont la CDCC a besoin pour dénouer des positions non concentrées sur un contrat précis (que ce soit par voie de liquidation, d'enchère, de couverture contre le risque de marché ou d'atténuation de celui-ci).

Plage de fluctuation de la volatilité : Fluctuation maximale de la volatilité implicite raisonnablement susceptible de survenir pendant une période donnée.

Plage de fluctuation du cours : Fluctuation maximale du cours raisonnablement susceptible de survenir pendant un délai défini.

Plage de risques : Différence entre la valeur courante au marché d'un bien sous-jacent et sa valeur de liquidation projetée la plus défavorable obtenue en faisant subir un choc à la valeur du bien sous-jacent conformément à plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions de marché normales.

Ratio effectif : Ratio établi par la CDCC, conformément aux normes de gouvernance énoncées dans le présent manuel, et qui correspond au coefficient applicable à la marge initiale de base pour les membres compensateurs à responsabilité limitée.

Ratio quotidien : Ratio déterminé, pour tout jour ouvrable, en divisant le montant total des exigences relatives au fonds de compensation ce jour-là par le montant global des exigences relatives à la marge initiale de base de tous les membres compensateurs (sauf les membres compensateurs à responsabilité limitée) le même jour.

Règles : Règles de la CDCC, y compris le manuel des opérations et le présent manuel, dans leur version modifiée, complétée ou remplacée, en tout ou en partie, à l'occasion.

Scénarios historiques : Ensemble de scénarios portant sur un facteur de risque et représentant un mouvement hypothétique sur le marché qui pourrait raisonnablement se produire entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Scénarios historiques filtrés : Ensemble de scénarios découlant d'une pondération appliquée aux scénarios historiques de gains et de pertes de façon à refléter la volatilité actuelle. On estime la volatilité actuelle en appliquant un rajustement de la volatilité fondé sur la moyenne mobile à pondération exponentielle (MMPE).

Scénarios historiques de gains et de pertes : Ensemble de scénarios portant sur un titre acceptable et représentant les gains et les pertes hypothétiques découlant des scénarios historiques filtrés. On établit les gains et les pertes en calculant la différence entre le cours du titre acceptable selon un scénario historique filtré et le cours de référence initial.

Valeur minimale de la position vendeur sur options: Montant compris dans la marge initiale de base pour couvrir le risque découlant de positions vendeurs sur option fortement hors-jeu. Ce montant est exigé s'il est supérieur au résultat des grilles de 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 méthode de calcul du risque relatif aux opérations sur titres à revenu fixe est la méthode fondée sur la valeur à risque¹. Cette méthode

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.

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. [Se reporter à la rubrique 6.3 pour obtenir de plus amples renseignements sur le recalibrage du modèle de risque.](#)

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 6.4~~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.

[...]

1.1.2 Marge de variation

L'exigence de marge de variation couvre le risque causé par la fluctuation du cours d'un instrument dérivé ou d'un IMHC ou le changement du taux variable de fixation du prix depuis l'évaluation précédente réalisée conformément aux règles. Le tableau qui suit indique le type de couverture de la marge de variation qu'exige la CDCC pour chaque type de produits.

Produits	Type de couverture de la marge de variation
Options	Constitution d'une garantie
Contrats à terme	Règlement en espèces
Opérations sur titres à revenu fixe	Constitution d'une garantie (sous réserve du processus d'établissement de marge de variation)
Éléments non réglés	Constitution d'une garantie

1.1.2.1 Options

Pour les options, la marge de variation fait l'objet d'une constitution de garantie chaque jour ouvrable et lors de chaque appel de marge intrajournalier en fonction du prix de l'option déclaré par la Bourse (ou du dernier prix de l'option sur titres IMHC², selon le cas); lorsque ce prix n'est pas disponible ou est inexact, la CDCC le fixe en fonction des meilleurs renseignements disponibles à cet égard.

1.1.2.2 Contrats à terme

Pour les contrats à terme, la marge de variation est réglée en espèces chaque jour ouvrable en fonction du dernier prix de règlement déclaré par la Bourse; lorsque ce prix n'est pas disponible ou est inexact, la CDCC le fixe en fonction des meilleurs renseignements disponibles à cet égard.

1.1.2.3 Opérations sur titres à revenu fixe

L'exigence de marge de variation³ à l'égard de chaque opération sur titres à revenu fixe est calculée quotidiennement et représente la somme de l'exigence d'évaluation du prix et de l'exigence de taux de rachat, au sens attribué à ces termes à l'article D-601 des règles.

² Se reporter à la rubrique 6.5.4 pour obtenir de plus amples renseignements sur le calcul du prix théorique des options sur titres IMHC.

³ L'exigence de marge de variation à l'égard des opérations sur titres à revenu fixe ne s'applique pas à la livraison physique des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada. L'exigence de marge de variation applicable aux opérations sur titres à revenu fixe est arrondie à la hausse au dollar près de valeur nominale.

EXIGENCE D'ÉVALUATION DU PRIX

L'exigence d'évaluation du prix représente, à l'égard d'une pension sur titres, un montant qui correspond à la somme globale calculée à l'égard de la différence entre i) la valeur marchande du titre acheté et ii) le prix de rachat de la pension sur titres, majoré de tout revenu du coupon payable au porteur entre la date du calcul et la date du rachat et, à l'égard d'une opération d'achat ou de vente au comptant, un montant qui correspond à la différence entre i) la valeur marchande du titre acheté et ii) le prix de rachat de l'opération d'achat ou de vente au comptant, cette somme étant due à la CDCC par un membre compensateur soumettant des opérations sur titres à revenu fixe qui est partie à cette pension sur titres ou opération d'achat ou de vente au comptant ou par la CDCC à ce dernier.

EXIGENCE DE TAUX DE RACHAT

L'exigence de taux de rachat représente un changement du taux variable de fixation du prix courant et désigne, à l'égard d'une pension sur titres, un montant qui est calculé à l'égard de la différence entre le taux variable de fixation du prix et le taux de rachat, ce montant étant dû à la CDCC par un membre compensateur des opérations sur titres à revenu fixe qui est partie à cette pension sur titres ou par la CDCC à ce dernier.

1.1.2.4 Éléments non réglés

La marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des options et des contrats à terme fait l'objet d'une constitution de garantie. En ce qui a trait à la marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des options, la CDCC calcule une exigence de marge de variation qui équivaut à la valeur intrinsèque de l'option multipliée par la position et la taille du contrat. En ce qui a trait à la marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des contrats à terme, la CDCC calcule une exigence de marge de variation qui équivaut à la différence entre le dernier prix de règlement du contrat à terme et le cours du bien sous-jacent relatif au contrat à terme, multipliée par la position et la taille du contrat.

1.1.3 Structure des comptes, compensation et agrégation des risques

1.1.3.1 Positions vendeurs, types de comptes et compensation des positions

Les membres compensateurs ne sont pas tenus d'effectuer un dépôt de garantie à l'égard des positions vendeurs sur des contrats à terme ou sur des options pour lesquels ils ont déposé le bien sous-jacent conformément à l'article A-706 des règles.

La CDCC utilise trois types de comptes aux fins des calculs de marge et de la gestion des positions : compte-firme, compte polyvalent et compte-client.

- Pour tous les types de comptes, l'exigence de marge pour les positions sur contrats à terme et les opérations sur titres à revenu fixe est calculée sur une base nette.
- L'exigence de marge pour les options est calculée sur une base nette pour le compte-firme et le compte polyvalent, mais sur une base brute pour les comptes-clients, ce qui signifie que seules les positions vendeur sur options sont prises en compte dans le calcul de la marge initiale.

1.1.3.2 Agrégation des marges

L'exigence de marge totale de chaque membre compensateur est composée de l'exigence de marge initiale et de l'exigence de marge de variation.

Le calcul est effectué au niveau du compte, puis agrégé au niveau du membre compensateur. Cependant, sur le plan fonctionnel, l'exigence de marge fait l'objet de l'agrégation détaillée ci-après, sous réserve du type de produits compensés par le membre compensateur qui s'applique.

1. EXIGENCE DE MARGE INITIALE (y compris la marge de variation pour les options et les éléments non réglés)

L'exigence de marge initiale pour tous les produits est agrégée avec la marge de variation pour les options et les éléments non réglés de la manière suivante :

- a) On calcule la marge initiale de base (ou la marge initiale de base rajustée, selon le cas) au niveau du compte. En ce qui concerne les options, les contrats à terme et les éléments non réglés, on calcule la marge au niveau du groupe combiné; la marge initiale de base correspond à la somme des groupes combinés. En ce qui concerne les opérations sur titres à revenu fixe, la marge initiale de base représente la somme des groupes relatifs à la valeur à risque. Au niveau du compte, la marge initiale de base correspond à la somme de la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés et de la marge initiale de base pour les opérations sur titres à revenu.
- b) La marge de variation pour les options et les éléments non réglés est calculée au niveau du compte, puis ajoutée à la marge initiale de base (ou à la marge initiale de base rajustée, selon le cas).

- Si la marge de variation pour les options et les éléments non réglés est négative, alors un crédit de marge⁴ réduit la valeur totale de la marge initiale de base pour les options et les éléments non réglés.
 - Si la marge de variation pour les options et les éléments non réglés est positive, alors un débit de marge augmente la valeur totale de la marge initiale de base pour les options et les éléments non réglés.
- c) L'exigence de marge à l'égard de chaque membre compensateur est calculée en totalisant pour tous les comptes la valeur des marges suivantes : 1) la marge initiale de base (ou la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et la marge de variation pour les options et les éléments non réglés; 2) les marges supplémentaires suivantes calculées au niveau du membre compensateur : la marge supplémentaire pour le risque de liquidité; la marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique; la marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement; la marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier; la marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée; la marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire; la marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation; la marge supplémentaire pour le risque de crédit; la marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée; toute autre marge supplémentaire prévue dans les règles (hormis celle prévue à la règle D-607).

2. MARGE DE VARIATION POUR LES CONTRATS À TERME

La marge de variation pour les contrats à terme (valeur nette des gains et des pertes) est agrégée au niveau du membre compensateur.

3. MARGE DE VARIATION POUR LES OPÉRATIONS SUR TITRES À REVENU FIXE

L'exigence de marge de variation pour les opérations sur titres à revenu fixe est agrégée au niveau du membre compensateur.

⁴ Pour un compte donné, le crédit de marge est plafonné à la valeur de la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Section 2 : Garanties admissibles

[...]

2.6.1 Décotes pour les titres gouvernementaux

La CDCC calcule les décotes en fonction de l'un ou l'autre des critères suivants :

- L'évaluation des risques de marché, de crédit, de liquidité et de taux de change sur la base des rendements quotidiens historiques;
- L'estimateur de la volatilité s'appuie sur la MMPE, comme il est indiqué à la rubrique 6.65, et sur l'hypothèse que l'obligation peut être liquidée à un prix raisonnable en « n » jours (« n » étant déterminé selon le type de produits et les conditions de marché qui ont cours). De plus, l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE comporte une marge plancher qui correspond au 25^e percentile de l'estimateur de la volatilité à MMPE quotidien observé au cours des 10 dernières années;
- Le risque de liquidité évalué à partir de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur des émissions en utilisant le même estimateur de la volatilité à MMPE et le plancher (si cet écart n'est pas disponible, la fenêtre de liquidation sera augmentée et dépendra des conditions de marché);
- Les obligations du même émetteur ayant des échéances comparables.

Une fois l'analyse quantitative effectuée, la CDCC se réserve le droit de majorer les décotes en fonction de critères qualitatifs tels que :

- L'analyse comparative des décotes de la CDCC par rapport aux décotes de la Banque du Canada;
- L'analyse comparative des décotes de la CDCC par rapport aux décotes des autres chambres de compensation;
- La cohérence des différentes décotes par rapport aux écarts de cotes de crédit des différents émetteurs;
- Tout autre facteur que la CDCC peut raisonnablement juger pertinent.

[...]

3 Programme de surveillance

[...]

4 Rajustement des modalités du contrat

[...]

5 Acceptabilité des biens sous-jacents

[...]

6 Annexe

6.1 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPTIONS, LES CONTRATS À TERME ET LES ÉLÉMENTS NON RÉGLÉS ⁵

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 initial⁶. 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		•	

⁵ 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.

⁶ Le cours de référence initial est le cours du marché ou le cours théorique établi à partir des observations sur le marché.

Portefeuille inter-marchandises ⁷		•	
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 6.65.

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 » ~~est calculé à l'aide de la distribution des~~ ~~représente le~~ ~~niveau de confiance de 95 % associé aux~~ fluctuations quotidiennes

⁷ Ne s'applique pas aux contrats à terme sur actions

historiques de la volatilité de la série_T au cours de la **dernière année** période de référence. 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 et de la valeur minimale de la position vendeur sur options 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.

Selon la structure des échéances des contrats à terme, la CDCC peut soit calculer l'imputation pour débit intra-marchandises pour des combinaisons de deux ou trois contrats à terme différents (des positions mixtes et des stratégies d'écart papillon, respectivement), soit établir une seule imputation pour débit intra-marchandises qui couvre pour les reports de contrats. L'imputation finale pour débit intra-marchandises est appliquée au niveau de la stratégie, au niveau de groupes d'échéances rapprochées ou au niveau du groupe combiné. La CDCC actualise les combinaisons et les priorités des positions mixtes pour les débits intra-marchandises à l'occasion.

Pour les ~~contrats à terme~~ positions mixtes et les stratégies d'écart papillon, le débit intra-marchandises, ~~qui est un montant supplémentaire en dollars imputé à chaque combinaison de deux contrats à terme différents~~, est établi comme suit :

$$\text{Débit intramarchandises} = \alpha \times \sqrt{n} \times \sigma$$

où « n » représente le nombre de jours de la période de marge en risque, « α » correspond à la ~~une~~ valeur de confiance équivalant à 99,87 % (trois écarts types) de la distribution normale cumulative ou à une équivalence en utilisant ~~(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 cumulative ~~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 6.65.

De plus, la CDCC établit une valeur plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE. Ce plancher est calculé à l'aide de la distribution des ~~correspond à la moyenne de l'estimateurs~~ de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidiens observés sur un minimum de 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, 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.~~

~~6.1.5~~ 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.

6.2 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPÉRATIONS SUR TITRES À REVENU FIXE

La présente rubrique ne concerne que les opérations sur titres à revenu fixe.

Aux fins du calcul de la marge initiale de base, la méthode fondée sur la valeur à risque s'appuie sur des scénarios historiques concernant tous les facteurs de risque pertinents. Les scénarios historiques se composent d'un ensemble de scénarios portant sur un facteur de risque au cours d'une période passée et représentant un mouvement hypothétique sur le marché (observation marquée par un choc sur le marché dans le passé) qui pourraient raisonnablement survenir entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Dans le cas des opérations sur titres à revenu fixe, les facteurs de risque sont les courbes zéro coupon. Lors d'un jour ouvrable donné, les chocs issus des scénarios historiques sont appliqués aux cours de référence initiaux. La différence entre le cours de référence initial et le cours historique soumis à un choc représente un scénario historique de gains et de pertes. Le cours de référence initial et le cours historique soumis à un choc sont tirés respectivement des courbes à zéro coupon de référence initiales et des courbes à zéro coupon soumises à un choc au moyen d'une méthode de réévaluation complète.

Les scénarios historiques de gains et de pertes sont calculés au niveau du groupe relatif à la valeur à risque et sont libellés dans la même monnaie que les opérations sur titres à revenu fixe. Pour les opérations sur titres à revenu fixe appartenant à un même groupe relatif à la valeur à risque, les résultats des scénarios historiques de gains et de pertes sont additionnés pour l'ensemble des opérations.

Enfin, les scénarios historiques de gains et de pertes sont classés de façon à obtenir la distribution des gains et des pertes historiques qui sert à calculer la perte moyenne du portefeuille selon la méthode fondée sur le déficit prévu. Un multiplicateur de tampon de marge est ensuite appliqué à la valeur du déficit prévu afin de déterminer la marge initiale de base.

Les principales étapes du calcul de la marge initiale de base sont décrites dans la rubrique qui suit.

6.2.1 Scénarios historiques filtrés

Les scénarios historiques filtrés sont générés au moyen de la valeur de référence initiale des facteurs de risque et des observations passées à l'égard de différentes périodes à courir avant l'échéance sur les courbes à zéro coupon.

On calcule les facteurs de risques soumis à un choc à l'aide de la formule suivante:

$$y'_{t,\tau} = y_{T,\tau}(1 + R_{t,\tau}c_{t,\tau})$$

où « c » représente le facteur de rajustement de la volatilité et R représente le rendement relatif quotidien sur le marché pendant la période de marge en risque « n ». Le CDCC utilise une période de référence [d'au moins un an de 5 ans](#).

On calcule le facteur de rajustement au temps t pour une période donnée à courir avant l'échéance à l'aide de la formule suivante :

$$c_{t,\tau} = \text{Max} \left(\frac{\sigma_{T,\tau} + \sigma_{t,\tau}}{2 \sigma_{t,\tau}}, FR \text{ min} \right)$$

où « σ » représente la volatilité prévue selon la MMPE et FR min représente le facteur de rajustement minimum.

On calcule la volatilité prévue selon la MMPE à l'aide de la formule suivante :

$$\sigma_{t,\tau}^2 = (1 - \lambda)R_{t-1,\tau}^2 + \lambda\sigma_{t-1,\tau}^2$$

où « R » représente le rendement relatif sur le marché pendant la période de marge en risque « n » et « λ » représente le taux de décroissance. ~~La CDCC utilise un « λ » de 0,99. La CDCC actualise la valeur du facteur de rajustement minimum à l'occasion.~~

6.2.2 Création des scénarios historiques de gains et de pertes

On évalue les scénarios de gains et de pertes en calculant la différence entre les prix des opérations sur titres à revenu fixe soumis à un choc selon un scénario historique filtré et les cours de référence initiaux. Les résultats des scénarios historiques de gains et de pertes sont additionnés pour l'ensemble des opérations sur titres à revenu fixe appartenant à un même groupe relatif à la valeur à risque.

On calcule les cours de référence initiaux à l'aide d'une méthode de réévaluation complète et des facteurs de risque de référence initiaux. On calcule les cours soumis à un choc à l'aide d'une méthode de réévaluation complète et des facteurs de risque soumis à un choc.

6.2.3 Déficit prévu

Pour chaque groupe relatif à la valeur à risque, les gains et les pertes historiques sont triés de la plus grande perte ou plus grand gain pour construire la distribution des gains et des pertes historiques. Selon un niveau de confiance minimal de 99,62 % et la distribution des gains et des pertes historiques, on détermine le déficit prévu en faisant la moyenne des pertes dépassant le niveau de confiance.

6.2.4 Multiplicateur de tampon de marge

Pour chaque groupe relatif à la valeur à risque, on détermine la marge initiale de base en appliquant un multiplicateur de tampon de marge à la valeur du déficit prévu.

Le multiplicateur de tampon de marge est fondé sur le ratio entre la distribution de la volatilité sur un minimum de 10 ans~~moyenne des 10 dernières années~~ et la volatilité ~~du dernier mois~~ sur une courte période de temps. La CDCC changera le niveau du multiplicateur de tampon de marge s'il est jugé stable comme étant stable pendant au moins trois mois consécutifs sur la période de référence. ~~On arrondit ensuite le~~ Le ratio est ensuite arrondi et sujet à une valeur au quart d'unité (0,25) le plus près. On applique un plancher de 1,00 et une valeur un ~~plafond de 1,50.~~

La CDCC actualise la valeur du multiplicateur de tampon de marge à l'occasion.

6.3 RECALIBRAGE DU MODÈLE DE RISQUE

S'il y a lieu, l'exigence de marge initiale de base de chaque membre compensateur est soumise à un recalibrage du modèle de risque. Le recalibrage portera sur les paramètres de risque applicables aux méthodes de calcul de la marge initiale de base.

Objectif et déclencheur : L'objectif du recalibrage du modèle de risque est de s'assurer que suivant un événement de recalibrage du modèle de risque, la CDCC pourra établir la nature du recalibrage à apporter aux paramètres de risque servant à calculer la marge initiale de base des options, des contrats à terme, des éléments non réglés et des opérations sur titres à revenu fixe prévue dans les Règles.

6.3.1 Gouvernance du recalibrage du modèle de risque

- Suivant un événement de recalibrage du modèle de risque et après avoir établi la nature du recalibrage à apporter aux paramètres de risque, la CDCC informera rapidement le comité consultatif de gestion des risques de toute incidence que cette opération devrait avoir sur les membres compensateurs.

6.3.2 Entrée en vigueur

- Chaque recalibrage des paramètres de risque fera l'objet d'un avis écrit aux membres compensateurs et sera accompagné de toute information pertinente telle qu'une analyse des incidences.
- Le recalibrage du modèle de risque entrera en vigueur cinq (5) jours ouvrables après que la CDCC ait publié un avis à ce sujet sur son site Web.

~~6.3~~6.4 RECALIBRAGE DU RATIO EFFECTIF

[...]

~~6.4~~6.5 OPTIONS SUR TITRES IMHC

[...]

6.5.6.6 INTERVALLE DE MARGE

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

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

où « n » représente la période de marge en risque, « α » correspond au niveau de confiance équivalent à un minimum de 99,87 % (trois écarts types) de la distribution normale cumulative ou à une équivalence en utilisant (applicable à tous les produits, sauf le BAX, 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 équivalent à 99 % de la distribution cumulée du t de Student cumulative avec 4 degrés de liberté (applicable au BAX, aux contrats à terme sur l'indice international S&P/MX du cannabis et aux contrats à terme sur le taux CORRA). « σ » 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 pour l'estimateur de volatilité à tout moment t est :

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

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

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 établit un plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE défini ci-dessus. Ce plancher est calculé à l'aide de la distribution des correspond à la moyenne de l'estimateurs de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidiens observés sur un minimum de les 10 dernières années. La CDCC applique également un plafond aux produits dont le taux de décroissance est inférieur à 0,99. Le plafond en question est calculé à l'aide de la distribution des rendements journaliers historiques sur un minimum de 10 ans. L'estimateur de la volatilité qui sera utilisé pour calculer l'intervalle de marge ne peut être ni inférieur au plancher calculé, ni supérieur au plafond calculé.

ANNEXE 1: MANUEL DES RISQUES MODIFIÉ -
SANS MODIFICATIONS



MANUEL DES RISQUES

2020

Glossaire

Sauf indication contraire dans le présent manuel des risques, les termes clés ont le sens qui leur est attribué dans les règles.

Calculateur de risque : Système qu'utilise la CDCC pour évaluer et gérer le risque, ainsi que pour calculer la marge initiale et l'exigence relative au fonds de compensation.

Choc de volatilité : Paramètre établi par la CDCC qui reflète la fluctuation maximale de la volatilité quotidienne du contrat d'option. Le choc de volatilité sert à calculer la marge initiale de base pour les options.

Courbe zéro coupon : Type particulier de courbe de taux qui associe des taux d'obligations zéro coupon à différentes échéances (périodes à courir avant l'échéance). Les périodes à courir avant l'échéance représentent des données de facteur de risque permettant d'évaluer le prix d'une opération sur titre à revenu fixe selon une méthode de réévaluation complète.

Crédit inter-marchandises : Crédit pouvant être appliqué à la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés lorsqu'un portefeuille contient des positions compensatrices sur des instruments à forte corrélation.

Débit intra-marchandises : Débit pouvant être appliqué lorsqu'un portefeuille contient des positions compensatrices sur différents mois d'échéance dans un même groupe combiné étant donné qu'ils peuvent présenter une corrélation qui n'est pas parfaite.

Décote : Pourcentage escompté par rapport à la valeur au marché des garanties admissibles mises en gage aux fins du dépôt de garantie. L'escompte fait état de la volatilité des fluctuations des cours des biens nantis.

Déficit prévu : Moyenne de l'ensemble des pertes qui sont supérieures ou égales au pire cas. Le pire cas correspond à $(1-\alpha)\%$, où « α » représente le niveau de confiance.

Distribution des gains et des pertes historiques : Classement des scénarios historiques de gains et de pertes, de la perte la plus importante au gain le plus important.

Événement de recalibrage du modèle de risque : Une modification dans les paramètres de risque principaux découlant (i) d'un événement externe (événement ou situation d'ordre financier, politique ou économique d'envergure nationale ou internationale) ou (ii) d'une évaluation interne de la CDCC, effectuée au moyen de contrôles ex post et d'analyses de sensibilité, et conduisant au besoin de recalibrer les modèles de risque et d'améliorer leur rendement.

Exigence relative au fonds de compensation : Contribution exigée de chaque membre compensateur (sauf des membres compensateurs à responsabilité limitée) au fonds de compensation.

Facteur de risque : Facteur ayant une influence sur la valeur d'un instrument dérivé ou d'un IMHC.

Grille de risques: Ensemble de scénarios définis pour un contrat donné et représentant le gain ou la perte hypothétique dans une situation de marché donnée entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Groupe combiné : Groupe de positions associées à un même bien ou produit sous-jacent. Le groupe combiné est le niveau le plus bas auquel on calcule la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Groupe relatif à la valeur à risque : Groupe d'opérations sur titres à revenu fixe associées à des facteurs de risque similaires. Un groupe relatif à la valeur à risque est le niveau le plus bas auquel CDCC calcule la marge initiale de base des opérations sur titres à revenu fixe.

Intervalle de marge : Paramètre établi par la CDCC qui reflète la fluctuation de cours maximale que le bien sous-jacent pourrait connaître au cours de la période de marge en risque. L'intervalle de marge sert à calculer la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Jour férié bancaire : Jour du Souvenir au Canada ou tout jour désigné jour du Souvenir par la CDCC dans son calendrier des jours fériés publié chaque année.

Limites : Relativement au ratio effectif, limites supérieure et inférieure qui correspondent respectivement aux ratios quotidiens le plus élevé et le plus faible d'une période donnée.

Marge de variation : Marge qui couvre le risque causé par la fluctuation du cours d'un instrument dérivé ou d'un IMHC ou le changement du taux variable de fixation du prix, dans chaque cas depuis l'évaluation précédente réalisée conformément aux règles.

Marge initiale de base : Exigence de marge qui couvre les pertes potentielles qui peuvent survenir au cours de la prochaine période de liquidation en raison des fluctuations du marché. La marge initiale de base ne comprend aucune marge supplémentaire.

Marge initiale : Marge initiale de base (ou marge initiale de base rajustée, selon le cas) et marges supplémentaires.

Marge initiale de base rajustée : Relativement aux membres compensateurs à responsabilité limitée, la marge initiale de base multipliée par le ratio effectif. Le ratio effectif est recalibré régulièrement selon ce que prévoit le présent manuel.

Marges supplémentaires : Marges supplémentaires ajoutées à la marge initiale de base (ou à la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et constituant la marge initiale conformément à la méthode énoncée dans le présent manuel. Les marges supplémentaires comprennent : 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 prévue dans les règles (hormis celle prévue à la règle D-607). Employée au singulier, l'expression « marge supplémentaire » désigne l'une des marges supplémentaires décrites ci-dessus, lorsque le contexte l'exige.

Marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée : Exigence de marge qui couvre le risque qui survient si la valeur totale du risque que représente le membre compensateur à responsabilité limitée pour la CDCC est supérieure au montant global de sa marge initiale de base rajustée et de la valeur totale du fonds de compensation.

La CDCC détermine le risque que représente le membre compensateur à responsabilité limitée en calculant la perte estimative qu'elle subirait dans des conditions de marché extrêmes, mais plausibles. Cette marge supplémentaire est calculée quotidiennement et seuls les membres compensateurs à responsabilité limitée sont tenus de la verser.

Marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement : Exigence de marge qui couvre le risque qui découle d'un décalage entre le règlement de positions donnant lieu par ailleurs à une compensation de marge.

Marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique : Exigence de marge qui couvre le risque qui survient lorsque l'exposition du membre compensateur à ses propres produits présente une corrélation défavorable avec sa capacité financière.

Marge supplémentaire pour le risque de crédit : Exigence de marge qui couvre le risque de crédit des membres compensateurs qui survient si l'exposition d'un membre compensateur à la CDCC est supérieure à son niveau de capital.

Marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée : Exigence de marge qui couvre le risque que court la CDCC en garantissant à chaque membre compensateur le règlement quotidien de la prime quotidienne nette.

Marge supplémentaire pour le risque de liquidité : Exigence de marge qui couvre le risque de liquidité qui survient lorsque la CDCC doit dénouer des positions à un prix différent du cours du marché. On peut décomposer le risque de liquidité en deux composantes : le risque de liquidité intrinsèque, qui est essentiellement associé à l'écart acheteur-vendeur, et le risque de liquidité additionnel, qui est attribuable aux positions concentrées qui ne peuvent être dénouées à l'intérieur de l'écart acheteur-vendeur.

Marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier : Exigence de marge qui couvre le risque intrajournalier qui survient lorsque la volatilité du marché ou l'augmentation soudaine du volume des opérations produit une exposition exceptionnellement importante à la marge de variation.

Marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation : Exigence de marge qui couvre le risque auquel est exposée la CDCC lorsqu'elle garantit, à chaque membre compensateur ayant donné en garantie des titres particuliers pour couvrir son exigence de marge de variation nette, la restitution de ces titres, dans l'éventualité où un autre membre compensateur auquel ces titres ont été initialement livrés omet de les rendre et devient non conforme ou est suspendu. Dans ce cas, la CDCC devra acheter les titres concernés sur le marché pour les rendre au membre compensateur qui les avait initialement donnés en garantie.

Marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire : Exigence de marge qui couvre le risque lié aux expositions non couvertes attribuables à de nouvelles opérations effectuées lors du jour férié bancaire et le risque de marché additionnel que pourrait courir la CDCC lors du jour férié bancaire.

Multiplicateur de tampon de marge : Multiplicateur appliqué à la marge initiale de base pour une opération sur titre à revenu fixe afin de prévenir ou maîtriser de possibles effets procycliques.

Période de marge en risque : Période dont la CDCC a besoin pour dénouer des positions non concentrées sur un contrat précis (que ce soit par voie de liquidation, d'enchère, de couverture contre le risque de marché ou d'atténuation de celui-ci).

Plage de fluctuation de la volatilité : Fluctuation maximale de la volatilité implicite raisonnablement susceptible de survenir pendant une période donnée.

Plage de fluctuation du cours : Fluctuation maximale du cours raisonnablement susceptible de survenir pendant un délai défini.

Plage de risques : Différence entre la valeur courante au marché d'un bien sous-jacent et sa valeur de liquidation projetée la plus défavorable obtenue en faisant subir un choc à la valeur du bien sous-jacent conformément à plusieurs scénarios représentant des changements défavorables dans des conditions de marché normales.

Ratio effectif : Ratio établi par la CDCC, conformément aux normes de gouvernance énoncées dans le présent manuel, et qui correspond au coefficient applicable à la marge initiale de base pour les membres compensateurs à responsabilité limitée.

Ratio quotidien : Ratio déterminé, pour tout jour ouvrable, en divisant le montant total des exigences relatives au fonds de compensation ce jour-là par le montant global des exigences relatives à la marge initiale de base de tous les membres compensateurs (sauf les membres compensateurs à responsabilité limitée) le même jour.

Règles : Règles de la CDCC, y compris le manuel des opérations et le présent manuel, dans leur version modifiée, complétée ou remplacée, en tout ou en partie, à l'occasion.

Scénarios historiques : Ensemble de scénarios portant sur un facteur de risque et représentant un mouvement hypothétique sur le marché qui pourrait raisonnablement se produire entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Scénarios historiques filtrés : Ensemble de scénarios découlant d'une pondération appliquée aux scénarios historiques de gains et de pertes de façon à refléter la volatilité actuelle. On estime la volatilité actuelle en appliquant un rajustement de la volatilité fondé sur la moyenne mobile à pondération exponentielle (MMPE).

Scénarios historiques de gains et de pertes : Ensemble de scénarios portant sur un titre acceptable et représentant les gains et les pertes hypothétiques découlant des scénarios historiques filtrés. On établit les gains et les pertes en calculant la différence entre le cours du titre acceptable selon un scénario historique filtré et le cours de référence initial.

Valeur minimale de la position vendeur sur options: Montant compris dans la marge initiale de base pour couvrir le risque découlant de positions vendeurs sur option fortement hors-jeu. Ce montant est exigé s'il est supérieur au résultat des grilles de 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 méthode de calcul du risque relatif aux opérations sur titres à revenu fixe est la méthode fondée sur la valeur à risque¹. Cette méthode

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.

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. Se reporter à la rubrique 6.3 pour obtenir de plus amples renseignements sur le recalibrage du modèle de risque.

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 6.4 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.

[...]

1.1.2 Marge de variation

L'exigence de marge de variation couvre le risque causé par la fluctuation du cours d'un instrument dérivé ou d'un IMHC ou le changement du taux variable de fixation du prix depuis l'évaluation précédente réalisée conformément aux règles. Le tableau qui suit indique le type de couverture de la marge de variation qu'exige la CDCC pour chaque type de produits.

Produits	Type de couverture de la marge de variation
Options	Constitution d'une garantie
Contrats à terme	Règlement en espèces
Opérations sur titres à revenu fixe	Constitution d'une garantie (sous réserve du processus d'établissement de marge de variation)
Éléments non réglés	Constitution d'une garantie

1.1.2.1 Options

Pour les options, la marge de variation fait l'objet d'une constitution de garantie chaque jour ouvrable et lors de chaque appel de marge intrajournalier en fonction du prix de l'option déclaré par la Bourse (ou du dernier prix de l'option sur titres IMHC², selon le cas); lorsque ce prix n'est pas disponible ou est inexact, la CDCC le fixe en fonction des meilleurs renseignements disponibles à cet égard.

1.1.2.2 Contrats à terme

Pour les contrats à terme, la marge de variation est réglée en espèces chaque jour ouvrable en fonction du dernier prix de règlement déclaré par la Bourse; lorsque ce prix n'est pas disponible ou est inexact, la CDCC le fixe en fonction des meilleurs renseignements disponibles à cet égard.

1.1.2.3 Opérations sur titres à revenu fixe

L'exigence de marge de variation³ à l'égard de chaque opération sur titres à revenu fixe est calculée quotidiennement et représente la somme de l'exigence d'évaluation du prix et de l'exigence de taux de rachat, au sens attribué à ces termes à l'article D-601 des règles.

² Se reporter à la rubrique 6.5 pour obtenir de plus amples renseignements sur le calcul du prix théorique des options sur titres IMHC.

³ L'exigence de marge de variation à l'égard des opérations sur titres à revenu fixe ne s'applique pas à la livraison physique des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada. L'exigence de marge de variation applicable aux opérations sur titres à revenu fixe est arrondie à la hausse au dollar près de valeur nominale.

EXIGENCE D'ÉVALUATION DU PRIX

L'exigence d'évaluation du prix représente, à l'égard d'une pension sur titres, un montant qui correspond à la somme globale calculée à l'égard de la différence entre i) la valeur marchande du titre acheté et ii) le prix de rachat de la pension sur titres, majoré de tout revenu du coupon payable au porteur entre la date du calcul et la date du rachat et, à l'égard d'une opération d'achat ou de vente au comptant, un montant qui correspond à la différence entre i) la valeur marchande du titre acheté et ii) le prix de rachat de l'opération d'achat ou de vente au comptant, cette somme étant due à la CDCC par un membre compensateur soumettant des opérations sur titres à revenu fixe qui est partie à cette pension sur titres ou opération d'achat ou de vente au comptant ou par la CDCC à ce dernier.

EXIGENCE DE TAUX DE RACHAT

L'exigence de taux de rachat représente un changement du taux variable de fixation du prix courant et désigne, à l'égard d'une pension sur titres, un montant qui est calculé à l'égard de la différence entre le taux variable de fixation du prix et le taux de rachat, ce montant étant dû à la CDCC par un membre compensateur des opérations sur titres à revenu fixe qui est partie à cette pension sur titres ou par la CDCC à ce dernier.

1.1.2.4 Éléments non réglés

La marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des options et des contrats à terme fait l'objet d'une constitution de garantie. En ce qui a trait à la marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des options, la CDCC calcule une exigence de marge de variation qui équivaut à la valeur intrinsèque de l'option multipliée par la position et la taille du contrat. En ce qui a trait à la marge de variation pour éléments non réglés à l'égard des contrats à terme, la CDCC calcule une exigence de marge de variation qui équivaut à la différence entre le dernier prix de règlement du contrat à terme et le cours du bien sous-jacent relatif au contrat à terme, multipliée par la position et la taille du contrat.

1.1.3 Structure des comptes, compensation et agrégation des risques

1.1.3.1 Positions vendeurs, types de comptes et compensation des positions

Les membres compensateurs ne sont pas tenus d'effectuer un dépôt de garantie à l'égard des positions vendeurs sur des contrats à terme ou sur des options pour lesquels ils ont déposé le bien sous-jacent conformément à l'article A-706 des règles.

La CDCC utilise trois types de comptes aux fins des calculs de marge et de la gestion des positions : compte-firme, compte polyvalent et compte-client.

- Pour tous les types de comptes, l'exigence de marge pour les positions sur contrats à terme et les opérations sur titres à revenu fixe est calculée sur une base nette.
- L'exigence de marge pour les options est calculée sur une base nette pour le compte-firme et le compte polyvalent, mais sur une base brute pour les comptes-clients, ce qui signifie que seules les positions vendeur sur options sont prises en compte dans le calcul de la marge initiale.

1.1.3.2 Agrégation des marges

L'exigence de marge totale de chaque membre compensateur est composée de l'exigence de marge initiale et de l'exigence de marge de variation.

Le calcul est effectué au niveau du compte, puis agrégé au niveau du membre compensateur. Cependant, sur le plan fonctionnel, l'exigence de marge fait l'objet de l'agrégation détaillée ci-après, sous réserve du type de produits compensés par le membre compensateur qui s'applique.

1. EXIGENCE DE MARGE INITIALE (y compris la marge de variation pour les options et les éléments non réglés)

L'exigence de marge initiale pour tous les produits est agrégée avec la marge de variation pour les options et les éléments non réglés de la manière suivante :

- a) On calcule la marge initiale de base (ou la marge initiale de base rajustée, selon le cas) au niveau du compte. En ce qui concerne les options, les contrats à terme et les éléments non réglés, on calcule la marge au niveau du groupe combiné; la marge initiale de base correspond à la somme des groupes combinés. En ce qui concerne les opérations sur titres à revenu fixe, la marge initiale de base représente la somme des groupes relatifs à la valeur à risque. Au niveau du compte, la marge initiale de base correspond à la somme de la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés et de la marge initiale de base pour les opérations sur titres à revenu.
- b) La marge de variation pour les options et les éléments non réglés est calculée au niveau du compte, puis ajoutée à la marge initiale de base (ou à la marge initiale de base rajustée, selon le cas).

- Si la marge de variation pour les options et les éléments non réglés est négative, alors un crédit de marge⁴ réduit la valeur totale de la marge initiale de base pour les options et les éléments non réglés.
 - Si la marge de variation pour les options et les éléments non réglés est positive, alors un débit de marge augmente la valeur totale de la marge initiale de base pour les options et les éléments non réglés.
- c) L'exigence de marge à l'égard de chaque membre compensateur est calculée en totalisant pour tous les comptes la valeur des marges suivantes : 1) la marge initiale de base (ou la marge initiale de base rajustée, selon le cas) et la marge de variation pour les options et les éléments non réglés; 2) les marges supplémentaires suivantes calculées au niveau du membre compensateur : la marge supplémentaire pour le risque de liquidité; la marge supplémentaire pour le risque de corrélation défavorable spécifique; la marge supplémentaire pour le risque d'asymétrie du règlement; la marge supplémentaire pour le risque de marge de variation intrajournalier; la marge supplémentaire pour le risque d'exposition à une prime d'option impayée; la marge supplémentaire pour le risque relatif au jour férié bancaire; la marge supplémentaire pour le risque de livraison lié à la marge de variation; la marge supplémentaire pour le risque de crédit; la marge supplémentaire pour le risque à découvert des membres compensateurs à responsabilité limitée; toute autre marge supplémentaire prévue dans les règles (hormis celle prévue à la règle D-607).

2. MARGE DE VARIATION POUR LES CONTRATS À TERME

La marge de variation pour les contrats à terme (valeur nette des gains et des pertes) est agrégée au niveau du membre compensateur.

3. MARGE DE VARIATION POUR LES OPÉRATIONS SUR TITRES À REVENU FIXE

L'exigence de marge de variation pour les opérations sur titres à revenu fixe est agrégée au niveau du membre compensateur.

⁴ Pour un compte donné, le crédit de marge est plafonné à la valeur de la marge initiale de base pour les options, les contrats à terme et les éléments non réglés.

Section 2 : Garanties admissibles

[...]

2.6.1 Décotes pour les titres gouvernementaux

La CDCC calcule les décotes en fonction de l'un ou l'autre des critères suivants :

- L'évaluation des risques de marché, de crédit, de liquidité et de taux de change sur la base des rendements quotidiens historiques;
- L'estimateur de la volatilité s'appuie sur la MMPE, comme il est indiqué à la rubrique 6.6, et sur l'hypothèse que l'obligation peut être liquidée à un prix raisonnable en « n » jours (« n » étant déterminé selon le type de produits et les conditions de marché qui ont cours). De plus, l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE comporte une marge plancher qui correspond au 25^e percentile de l'estimateur de la volatilité à MMPE quotidien observé au cours des 10 dernières années;
- Le risque de liquidité évalué à partir de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur des émissions en utilisant le même estimateur de la volatilité à MMPE et le plancher (si cet écart n'est pas disponible, la fenêtre de liquidation sera augmentée et dépendra des conditions de marché);
- Les obligations du même émetteur ayant des échéances comparables.

Une fois l'analyse quantitative effectuée, la CDCC se réserve le droit de majorer les décotes en fonction de critères qualitatifs tels que :

- L'analyse comparative des décotes de la CDCC par rapport aux décotes de la Banque du Canada;
- L'analyse comparative des décotes de la CDCC par rapport aux décotes des autres chambres de compensation;
- La cohérence des différentes décotes par rapport aux écarts de cotes de crédit des différents émetteurs;
- Tout autre facteur que la CDCC peut raisonnablement juger pertinent.

[...]

3 Programme de surveillance

[...]

4 Rajustement des modalités du contrat

[...]

5 Acceptabilité des biens sous-jacents

[...]

6 Annexe

6.1 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPTIONS, LES CONTRATS À TERME ET LES ÉLÉMENTS NON RÉGLÉS ⁵

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 initial⁶. 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		•	

⁵ 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.

⁶ Le cours de référence initial est le cours du marché ou le cours théorique établi à partir des observations sur le marché.

Portefeuille inter-marchandises ⁷		•	
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 6.6.

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 » est calculé à l'aide de la distribution des fluctuations quotidiennes historiques de la volatilité de la série au cours de la

⁷ Ne s'applique pas aux contrats à terme sur actions

période de référence. 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 chocs de volatilité et de la valeur minimale de la position vendeur sur options 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.

Selon la structure des échéances des contrats à terme, la CDCC peut soit calculer l'imputation pour débit intra-marchandises pour des combinaisons de deux ou trois contrats à terme différents (des positions mixtes et des stratégies d'écart papillon, respectivement), soit établir une seule imputation pour débit intra-marchandises qui couvre pour les reports de contrats. L'imputation finale pour débit intra-marchandises est appliquée au niveau de la stratégie, au niveau de groupes d'échéances rapprochées ou au niveau du groupe combiné. La CDCC actualise les combinaisons et les priorités des positions mixtes pour les débits intra-marchandises à l'occasion.

Pour les positions mixtes et les stratégies d'écart papillon, le débit intra-marchandises est établi comme suit :

$$\text{Débit intramarchandises} = \alpha \times \sqrt{n} \times \sigma$$

où « n » représente le nombre de jours de la période de marge en risque, « α » correspond à une valeur de confiance équivalant à 99 % de la distribution normale cumulative ou à une équivalence en utilisant la distribution du t de Student cumulative. « 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 6.6.

De plus, la CDCC établit une valeur plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE. Ce plancher est calculé à l'aide de la distribution des estimateurs de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidiens observés sur un minimum de 10 ans. L'estimateur de la volatilité MMPE qui sera utilisé pour calculer le débit intra-marchandises ne peut être inférieur au plancher calculé.

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.

6.2 CALCUL DE LA MARGE INITIALE DE BASE POUR LES OPÉRATIONS SUR TITRES À REVENU FIXE

La présente rubrique ne concerne que les opérations sur titres à revenu fixe.

Aux fins du calcul de la marge initiale de base, la méthode fondée sur la valeur à risque s'appuie sur des scénarios historiques concernant tous les facteurs de risque pertinents. Les scénarios historiques se composent d'un ensemble de scénarios portant sur un facteur de risque au cours d'une période passée et représentant un mouvement hypothétique sur le marché (observation marquée par un choc sur le marché dans le passé) qui pourraient raisonnablement survenir entre aujourd'hui et un moment précis dans l'avenir.

Dans le cas des opérations sur titres à revenu fixe, les facteurs de risque sont les courbes zéro coupon. Lors d'un jour ouvrable donné, les chocs issus des scénarios historiques sont appliqués aux cours de référence initiaux. La différence entre le cours de référence initial et le cours historique soumis à un choc représente un scénario historique de gains et de pertes. Le cours de référence initial et le cours historique soumis à un choc sont tirés respectivement des courbes à zéro coupon de référence initiales et des courbes à zéro coupon soumises à un choc au moyen d'une méthode de réévaluation complète.

Les scénarios historiques de gains et de pertes sont calculés au niveau du groupe relatif à la valeur à risque et sont libellés dans la même monnaie que les opérations sur titres à revenu fixe. Pour les opérations sur titres à revenu fixe appartenant à un même groupe relatif à la valeur à risque, les résultats des scénarios historiques de gains et de pertes sont additionnés pour l'ensemble des opérations.

Enfin, les scénarios historiques de gains et de pertes sont classés de façon à obtenir la distribution des gains et des pertes historiques qui sert à calculer la perte moyenne du portefeuille selon la méthode fondée sur le déficit prévu. Un multiplicateur de tampon de marge est ensuite appliqué à la valeur du déficit prévu afin de déterminer la marge initiale de base.

Les principales étapes du calcul de la marge initiale de base sont décrites dans la rubrique qui suit.

6.2.1 Scénarios historiques filtrés

Les scénarios historiques filtrés sont générés au moyen de la valeur de référence initiale des facteurs de risque et des observations passées à l'égard de différentes périodes à courir avant l'échéance sur les courbes à zéro coupon.

On calcule les facteurs de risques soumis à un choc à l'aide de la formule suivante:

$$y'_{t,\tau} = y_{T,\tau}(1 + R_{t,\tau}c_{t,\tau})$$

où « c » représente le facteur de rajustement de la volatilité et R représente le rendement relatif quotidien sur le marché pendant la période de marge en risque « n ». Le CDCC utilise une période de référence d'au moins un an.

On calcule le facteur de rajustement au temps t pour une période donnée à courir avant l'échéance à l'aide de la formule suivante :

$$c_{t,\tau} = \text{Max}\left(\frac{\sigma_{T,\tau} + \sigma_{t,\tau}}{2\sigma_{t,\tau}}, \text{FR min}\right)$$

où « σ » représente la volatilité prévue selon la MMPE et FR min représente le facteur de rajustement minimum.

On calcule la volatilité prévue selon la MMPE à l'aide de la formule suivante :

$$\sigma_{t,\tau}^2 = (1 - \lambda)R_{t-1,\tau}^2 + \lambda\sigma_{t-1,\tau}^2$$

où « R » représente le rendement relatif sur le marché pendant la période de marge en risque « n » et « λ » représente le taux de décroissance.

6.2.2 Création des scénarios historiques de gains et de pertes

On évalue les scénarios de gains et de pertes en calculant la différence entre les prix des opérations sur titres à revenu fixe soumis à un choc selon un scénario historique filtré et les cours de référence initiaux. Les résultats des scénarios historiques de gains et de pertes sont additionnés pour l'ensemble des opérations sur titres à revenu fixe appartenant à un même groupe relatif à la valeur à risque.

On calcule les cours de référence initiaux à l'aide d'une méthode de réévaluation complète et des facteurs de risque de référence initiaux. On calcule les cours soumis à un choc à l'aide d'une méthode de réévaluation complète et des facteurs de risque soumis à un choc.

6.2.3 Déficit prévu

Pour chaque groupe relatif à la valeur à risque, les gains et les pertes historiques sont triés de la plus grande perte ou plus grand gain pour construire la distribution des gains et des pertes historiques. Selon un niveau de confiance minimal de 99 % et la distribution des gains et des pertes historiques, on détermine le déficit prévu en faisant la moyenne des pertes dépassant le niveau de confiance.

6.2.4 Multiplicateur de tampon de marge

Pour chaque groupe relatif à la valeur à risque, on détermine la marge initiale de base en appliquant un multiplicateur de tampon de marge à la valeur du déficit prévu.

Le multiplicateur de tampon de marge est fondé sur le ratio entre la distribution de la volatilité sur un minimum de 10 ans et la volatilité sur une courte période de temps. La CDCC change le niveau du multiplicateur de tampon de marge s'il est jugé stable sur la période de référence. - Le ratio est ensuite arrondi et sujet à une valeur plancher et une valeur plafond.

La CDCC actualise la valeur du multiplicateur de tampon de marge à l'occasion.

6.3 RECALIBRAGE DU MODÈLE DE RISQUE

S'il y a lieu, l'exigence de marge initiale de base de chaque membre compensateur est soumise à un recalibrage du modèle de risque. Le recalibrage portera sur les paramètres de risque applicables aux méthodes de calcul de la marge initiale de base.

Objectif et déclencheur : L'objectif du recalibrage du modèle de risque est de s'assurer que suivant un événement de recalibrage du modèle de risque, la CDCC pourra établir la nature du recalibrage à apporter aux paramètres de risque servant à calculer la marge initiale de base des options, des contrats à terme, des éléments non réglés et des opérations sur titres à revenu fixe prévue dans les Règles.

6.3.1 Gouvernance du recalibrage du modèle de risque

- Suivant un événement de recalibrage du modèle de risque et après avoir établi la nature du recalibrage à apporter aux paramètres de risque, la CDCC informera rapidement le comité consultatif de gestion des risques de toute incidence que cette opération devrait avoir sur les membres compensateurs.

6.3.2 Entrée en vigueur

- Chaque recalibrage des paramètres de risque fera l'objet d'un avis écrit aux membres compensateurs et sera accompagné de toute information pertinente telle qu'une analyse des incidences.
- Le recalibrage du modèle de risque entrera en vigueur cinq (5) jours ouvrables après que la CDCC ait publié un avis à ce sujet sur son site Web.

6.4 RECALIBRAGE DU RATIO EFFECTIF

[...]

6.5 OPTIONS SUR TITRES IMHC

[...]

6.6 INTERVALLE DE MARGE

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

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

où « n » représente la période de marge en risque, « α » correspond au niveau de confiance équivalant à un minimum de 99 % de la distribution normale cumulative ou à une équivalence en utilisant la distribution du t de Student cumulative. « σ » 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 pour l'estimateur de volatilité à tout moment t est :

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

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

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.

De plus la CDCC établit un plancher pour l'estimateur de la volatilité s'appuyant sur la MMPE défini ci-dessus. Ce plancher est calculé à l'aide de la distribution des estimateurs de la volatilité s'appuyant sur la MMPE quotidiens observés sur un minimum de 10 ans. La CDCC applique également un plafond aux produits dont le taux de décroissance est inférieur à 0,99. Le plafond en question est calculé à l'aide de la distribution des rendements journaliers historiques sur un minimum de 10 ans. L'estimateur de la volatilité qui sera utilisé pour calculer l'intervalle de marge ne peut être ni inférieur au plancher calculé, ni supérieur au plafond calculé.



AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Appel à commentaires

RUIM et Règles des courtiers membres [Règles de l'OCRCVM]

Date limite pour les commentaires : 12 avril 2021

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Détail
Haute direction
Institutions
Pupitre de négociation

Personne-ressource :

Catherine Drennan
Chef principale de l'information financière,
Politique de réglementation des membres
416 943-6977
cdrennan@iiroc.ca

21-0032
25 février 2021

Marges obligatoires proposées dans le cas des produits structurés

Récapitulatif

L'OCRCVM propose d'apporter des modifications à l'article 2 de la Règle 100 des courtiers membres et à la Règle 5400 de l'OCRCVM¹ pour permettre de calculer la marge (couverture) des produits structurés à l'aide d'un taux fixe ou, à la place, d'une méthode modulaire (**Projet de modification**).

Le Projet de modification vise principalement à reconnaître officiellement une méthode de calcul de la marge pour les produits structurés, étant donné que les Règles des courtiers membres et les Règles de l'OCRCVM actuellement en vigueur ne traitent pas expressément de la marge prescrite pour ces produits.

Le Projet de modification a les objectifs suivants :

- exiger un taux de marge de 70 % pour les produits structurés qui répondent aux critères d'admissibilité;
- autoriser, comme autre formule possible, le recours à une méthode modulaire de calcul de la marge dans le cas des produits structurés dont une composante est garantie.

¹ Se reporter à l'[Avis 19-0144](#) et à l'[Avis 20-0079](#) pour obtenir plus de renseignements sur les Règles de l'OCRCVM.



Envoi des commentaires

Nous sollicitons des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, y compris sur toute question qui n'y est pas abordée. Les commentaires doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le **12 avril 2020** à :

Politique de réglementation des membres
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
121, rue King Ouest
Bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 3T9
Courriel : memberpolicymailbox@iiroc.ca

Il faut également transmettre une copie des commentaires aux autorités de reconnaissance à l'adresse suivante :

Réglementation des marchés
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest, bureau 1903
C. P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Remarque à l'intention des personnes qui présentent des lettres de commentaires : une copie de leur lettre de commentaires sera mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM, à l'adresse www.ocrcvm.ca.



Avis sur les règles – Table des matières

1.	Contexte et historique	4
1.1	Contexte	4
1.2	Billets à capital protégé	4
1.3	Billets dont le capital est à risque.....	4
1.4	Autres territoires.....	5
2.	Exposé du Projet de modification.....	5
2.1	Règles actuelles.....	5
2.2	Enjeu.....	5
2.3	Analyse des risques	5
2.3.1	Liquidité.....	5
2.3.2	Complexité.....	6
2.4	Projet de modification	6
3.	Solutions de rechange examinées	7
3.1	Statu quo	7
3.2	Taux de marge fixe de 50 %	7
4.	Incidence du Projet de modification	7
4.1	Évaluation des effets économiques.....	7
5.	Mise en œuvre	8
6.	Processus d'établissement des politiques.....	8
6.1	Objectifs d'ordre réglementaire.....	8
6.2	Processus de réglementation.....	8
7.	Annexes	9



1. Contexte et historique

1.1 Contexte

Un produit structuré est un placement lié au marché qui est proposé comme une solution de remplacement à un placement direct dans le titre ou le panier de titres sous-jacent. L'objectif est de réduire l'exposition au risque tout en tirant parti des tendances présentes sur le marché. En règle générale, les produits structurés ne sont pas cotés en bourse. Au Canada, les courtiers membres (**courtiers**) placent des produits structurés émis par les institutions financières qui sont membres de leur groupe par l'intermédiaire de Fundserv et offrent un marché secondaire aux investisseurs qui souhaitent vendre ces produits avant leur échéance.

Les investisseurs sont attirés par ces produits en raison des avantages qu'ils procurent sur le plan fiscal, de leur efficacité d'un point de vue opérationnel et de la possibilité d'en personnaliser certaines caractéristiques. Les produits structurés sont prisés par les clients fortunés qui cherchent un produit sur mesure correspondant à leur vision des placements. Habituellement, pour pouvoir tirer profit de caractéristiques comme la composante garantie intégrée, l'investisseur doit conserver le produit structuré jusqu'à l'échéance.

Il existe deux principaux types de produits structurés :

- les billets à capital protégé (**BCP**);
- les billets dont le capital est à risque (**BCR**).

Les produits structurés ont vu le jour au Canada dans les années 1990 et se limitaient alors aux BCP. Les BCR sont venus s'y ajouter en 2007. Le marché des produits structurés a connu un essor rapide au fil des années, tant du point de vue de sa taille que de celui de la complexité des produits. À l'heure actuelle, au Canada, le marché est dominé par les six plus grandes banques de l'annexe 1, qui émettent à la fois des BCP et des BCR.

1.2 Billets à capital protégé

Les BCP garantissent au moins le remboursement du capital investi, tant qu'ils sont conservés jusqu'à l'échéance. Un BCP consiste en une obligation à coupons détachés combinée à une option dont le rendement est lié à un actif, indice ou autre produit sous-jacent. Ces billets sont émis par les institutions financières au Canada par le biais d'un document d'information ou d'une offre de souscription. Ils sont vendus sans prospectus, en vertu de dispenses de prospectus applicables aux titres de créance garantis ou du fait que la législation provinciale sur les valeurs mobilières ne s'y applique pas.

1.3 Billets dont le capital est à risque

Les PCR offrent aux investisseurs la possibilité d'accroître leur rendement grâce à l'effet de levier, en exposant au risque une plus grande partie du capital investi. Les institutions financières émettent ces produits par voie de prospectus, conformément aux lois sur les valeurs mobilières.

Avis de l'OCRCVM 21-0032 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – Règles de l'OCRCVM – Marges obligatoires proposées dans le cas des produits structurés



1.4 Autres territoires

L'OCRCVM n'a pas identifié de règles relatives aux marges propres aux produits structurés dans d'autres territoires.

2. Exposé du Projet de modification

2.1 Règles actuelles

Il n'existe pas, à l'heure actuelle, de Règles des courtiers membres visant les produits structurés; l'OCRCVM a toutefois rendu des décisions permettant de calculer la marge applicable aux BCP admissibles en fonction des éléments dont ils se composent, conformément au paragraphe 2(g) de la Règle 100 – *Unités*. Selon les décisions visant le taux de marge, la marge relative à la composante à capital protégé devait être calculée conformément à l'alinéa 2(a)(xi), *Coupons détachés et obligations coupons détachés*, de la Règle 100, tandis que le taux de la marge applicable à la composante dont le rendement dépendait du rendement du sous-jacent devait être de 100 % (**méthode modulaire**).

Les BCR peuvent avoir ou non une composante à capital protégé selon que le billet offre ou non une garantie partielle contre le risque de baisse. L'OCRCVM avait informé les courtiers que les BCR n'étaient pas admissibles à la marge en raison d'une protection du capital moindre.

2.2 Enjeu

La méthode modulaire est difficile à appliquer; le taux doit être calculé manuellement par les courtiers, car les systèmes des fournisseurs de services ne peuvent pas appliquer cette méthode facilement. Les courtiers sont nombreux à demander qu'une valeur d'emprunt soit autorisée pour tous les produits structurés, y compris les BCR, et qu'un taux de marge fixe soit prévu pour simplifier ce calcul complexe de la marge applicable aux différentes composantes.

2.3 Analyse des risques

Les courtiers ont fait observer que les BCR étaient semblables aux obligations en défaut, aux FNB et aux titres d'organismes de placement collectif, pour lesquels le taux de marge maximal est établi à 50 %. Le personnel de l'OCRCVM a analysé les caractéristiques et les risques communs à la plupart des BCR et des BCP, et a conclu que les produits structurés se distinguaient essentiellement des autres titres admissibles à une marge de 50 % à deux égards : leur liquidité et leur complexité.

2.3.1 Liquidité

La plupart des produits structurés ne sont pas cotés en bourse. L'émetteur peut prévoir des droits de rachat et le courtier offre généralement un marché secondaire. Toutefois, rien ne garantit qu'un tel marché secondaire existera, surtout en période de volatilité des marchés. Selon la plupart des fiches d'information sur les BCP et des prospectus sur les BCR, l'émetteur ou le courtier se réserve le droit de ne pas maintenir le marché secondaire. Par opposition, les lois sur les valeurs mobilières obligent les émetteurs de titres d'organismes de placement collectif à racheter les titres à la demande des investisseurs, tandis que les FNB sont cotés sur des bourses reconnues. Les obligations en défaut



peuvent être vendues à divers acheteurs et porteurs d'obligations consentants qui ont droit à une part des actifs de l'émetteur en cas de faillite de ce dernier.

2.3.2 Complexité

Les produits structurés peuvent être personnalisés, de sorte que le profil de risque varie d'un produit à l'autre. Cette personnalisation en fait des produits bien distincts des actions, des obligations et des titres d'organisme de placement collectif traditionnels.

L'émetteur peut notamment personnaliser les caractéristiques suivantes des produits structurés :

- durée jusqu'à l'échéance,
- titre, devise ou actif sous-jacent,
- montant minimum du capital à rembourser,
- participation à la hausse.

En outre, la participation à la hausse peut comporter des barrières, des tranches protégées et des planchers pour limiter les risques à la hausse ou à la baisse. De plus, le potentiel de hausse peut être limité par les caractéristiques de remboursement par anticipation de l'émetteur.

2.4 Projet de modification

Le Projet de modification permet de calculer la marge des produits structurés à l'aide d'un taux fixe de 70 %, tout en donnant la possibilité d'utiliser, à la place, une méthode modulaire pour calculer la marge des produits structurés dont une composante est garantie. Cette méthode modulaire peut exiger des ressources opérationnelles supplémentaires, mais elle aboutirait à un taux de marge inférieur au taux fixe proposé.

Le taux de marge fixe de 70 % est établi comme suit :

- (a) un taux de marge de 50 % (taux maximum applicable aux actions, aux obligations en défaut, aux FNB, aux titres d'organismes de placement collectif)
plus
- (b) un taux de marge obligatoire supplémentaire de 20 % pour couvrir le surcroît de risque de liquidité associé au produit structuré.

Il est nécessaire, à nos yeux, d'appliquer un taux de marge fixe prudent pour tenir compte des limites des produits en matière de liquidité et de leurs structures bien particulières et variables.

Nous proposons en outre qu'un produit structuré ne soit admissible à la marge que dans la mesure où :

- il est émis par une institution agréée;
- il est visé par un prospectus dans une province canadienne, ou garanti par une institution financière canadienne, selon la définition figurant dans la législation en valeurs mobilières –



ainsi, seuls les produits structurés émis au Canada seront admissibles à la marge. Les produits structurés étrangers ne seront pas admissibles à la marge;

- il existe un marché secondaire actif – si l'émetteur ou le courtier n'offre pas de marché secondaire, les produits structurés ne seront pas admissibles à la marge;
- le produit est lié à un actif sous-jacent qui est déjà admissible à la marge en vertu des Règles de l'OCRCVM – par exemple, les produits structurés liés aux bitcoins ou à des dérivés complexes ne seraient pas admissibles à la marge.

La version comparée du Projet de modification des Règles des courtiers membres figure à l'annexe A et le libellé des modifications figure à l'annexe C. La version comparée du Projet de modification des Règles de l'OCRCVM figure à l'annexe B et le libellé des modifications figure à l'annexe D.

3. Solutions de rechange examinées

Nous avons envisagé les solutions de rechange suivantes :

- (a) le statu quo;
- (b) un taux de marge fixe de 50 %.

3.1 Statu quo

Nous n'avons pas opté pour le maintien du statu quo, car les courtiers sont de plus en plus nombreux à demander l'application de marges obligatoires propres à ces produits en plein essor. Pour des raisons d'ordre pratique, il serait en outre difficile pour le personnel de l'OCRCVM d'évaluer les produits au cas par cas pour en fixer la marge.

3.2 Taux de marge fixe de 50 %

Nous avons aussi envisagé une approche prévoyant un taux de marge fixe de 50 % pour les produits structurés, comme l'ont suggéré des courtiers. L'OCRCVM a jugé préférable d'opter pour une approche prudente compte tenu des caractéristiques plus complexes des produits structurés et de leur marché secondaire limité. Nous avons choisi un taux fixe plus prudent de 70 %, mais le Projet de modification prévoit aussi, à la place, une méthode modulaire qui permet d'obtenir un taux de marge global plus bas et cadre avec nos décisions précédentes.

4. Incidence du Projet de modification

Nous ne pensons pas que le Projet de modification aura d'incidence importante sur les investisseurs, la structure des marchés financiers, la concurrence en général, les coûts de conformité, les obstacles freinant l'innovation et la conformité avec les autres règles. Le Projet de modification ne permet aucune discrimination indue entre clients, émetteurs, courtiers et autres personnes.

4.1 Évaluation des effets économiques

Dans le cadre de notre processus réglementaire, nous devons envisager d'entreprendre une évaluation des effets économiques des coûts et avantages prévus des modifications proposées à nos règles. Nous



avons déterminé qu'il n'était pas nécessaire de procéder à une telle évaluation du Projet de modification, étant donné que les changements proposés des taux de marge :

- codifient les exigences minimales de marge visant les BCP admissibles;
- permettent l'admissibilité à la marge des BCR à un taux de 70 %;
- se traduisent par des niveaux de taux de marge qui tiennent adéquatement compte :
 - o des risques liés au marché associés à la détention de placements en BCP et en PCR dans le portefeuille du courtier,
 - o des risques liés au crédit associés au calcul de la marge sur les placements en BCP et en PCR dans les comptes de clients.

5. Mise en œuvre

Nous avons l'intention de mettre en œuvre le Projet de modification dans les 90 jours suivant la réception de l'approbation des autorités de reconnaissance.

6. Processus d'établissement des politiques

6.1 Objectifs d'ordre réglementaire

Le Projet de modification a les objectifs suivants :

- établir et maintenir les règles indiquées pour la gouvernance et la réglementation de tous les aspects des fonctions et des responsabilités de l'OCRCVM en tant qu'organisme d'autoréglementation;
- favoriser le traitement uniforme de la marge applicable.

6.2 Processus de réglementation

Le conseil d'administration de l'OCRCVM a déterminé que le Projet de modification est d'intérêt public et, le 27 janvier 2021, a approuvé sa publication dans le cadre d'un appel à commentaires.

L'OCRCVM a mis au point le Projet de modification en consultation avec le sous-comité du Groupe consultatif des finances et des opérations (GCFO) sur la formule d'établissement du capital et le comité de direction du GCFO. Les comités appuient le Projet de modification.

Après avoir examiné les commentaires sur les modifications proposées reçus en réponse au présent appel à commentaires ainsi que les commentaires des autorités de reconnaissance, l'OCRCVM peut recommander d'apporter des révisions aux dispositions visées des modifications. Si les révisions et les commentaires reçus ne sont pas importants, le conseil a autorisé le président à les approuver au nom de l'OCRCVM, et le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions ou les commentaires sont importants, le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à la ratification du Conseil et, s'il est ratifié, il sera publié dans le cadre d'un nouvel appel à commentaires ou mis en œuvre selon le cas.



7. Annexes

- [Annexe A](#) - Version soulignée du Projet de modification des Règles des courtiers membres
- [Annexe B](#) - Version soulignée du Projet de modification des Règles de l'OCRCVM (en vigueur à compter du 31 décembre 2021)
- [Annexe C](#) - Version nette du Projet de modification (Règles des courtiers membres)
- [Annexe D](#) - Version nette du Projet de modification (Règles de l'OCRCVM – en vigueur à compter du 31 décembre 2021)

7.3.2 Publication



AVIS DE CONFORMITÉ

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

MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. AFIN DE MODIFIER LES CYCLES D'ÉCHÉANCE DES OPTIONS SUR INDICE, SUR ACTION, SUR FONDS NÉGOCIÉ EN BOURSE ET SUR DEVICES

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 17 février 20 21

(s) Alexandre Normandeau

Alexandre Normandeau, Conseiller juridique
BOURSE DE MONTRÉAL INC.



AVIS DE CONFORMITÉ

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

COMITÉ SPÉCIAL DE LA DIVISION DE LA RÉGLEMENTATION - DURÉE DES MANDATS MODIFICATIONS DE L'ARTICLE 2.202 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

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 23 février 20 21

(s) Martin Jannelle

Martin Jannelle, Conseiller juridique principal
BOURSE DE MONTRÉAL INC.

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.