

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 24-402 des ACVM

***Considérations réglementaires relatives à l'amélioration de la discipline en matière de règlement
dans un cycle de règlement de deux jours***

Le 18 août 2016

Table des matières

Sommaire

1. Introduction

- 1.1 *Objet de la consultation*
- 1.2 *Consultation simultanée sur des projets de modifications du Règlement 24-101*
- 1.3 *Survol du document de consultation*

2. Abrègement du cycle de règlement de trois à deux jours après l'opération

- 2.1 *Contexte*
- 2.2 *Projets internationaux en matière de cycle de règlement de deux jours*

3. Surveillance des transactions échouées

- 3.1 *Qu'est-ce qu'une transaction échouée?*
- 3.2 *Données du RNC sur les défauts de livraison au Canada*

4. Régime de discipline en matière de règlement

- 4.1 *Règlements et instructions générales des ACVM*
- 4.2 *Exigences de l'OCRCVM*
- 4.3 *Règles des bourses sur le cycle de règlement de trois jours*
- 4.4 *Procédures de rachat d'office facultatif des chambres de compensation et des bourses*

5. Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles

- 5.1 *Contexte et objet du Règlement 24-101*
- 5.2 *Processus d'appariement des opérations institutionnelles*
- 5.3 *Facteurs à considérer pour améliorer la performance en matière d'appariement des opérations institutionnelles et faciliter de façon générale le passage à un cycle de règlement de deux jours*
 - 5.3.1 *Affirmation le même jour*
 - 5.3.2 *Accélération des répartitions et de l'appariement des instructions de règlement*

6. Nouvelles mesures possibles pour gérer le risque de non-règlement

- 6.1 *Possibles modifications des règles sur l'appariement des opérations institutionnelles*
- 6.2 *Possible modification de l'obligation de règlement*
- 6.3 *Possibles mécanismes pour contrer les défauts de règlement*
- 6.4 *Autres entraves potentielles au règlement des opérations en temps opportun*

Conclusion

Annexe A

Annexe B

Sommaire

Au Canada, le secteur des valeurs mobilières s'apprête à réduire de trois à deux jours le cycle de règlement standard des opérations sur titres de capitaux propres et de créance à long terme. En vue de la transition, le secteur s'est attaché à apporter les améliorations opérationnelles nécessaires à la gestion d'un éventuel risque de hausse des défauts de règlement.

Parallèlement aux efforts du secteur, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) jugent prudent de recueillir les commentaires des intervenants sur les défauts de règlement au Canada. Les participants au marché et les autorités de réglementation doivent gérer le risque que la transition à un cycle de règlement de deux jours n'augmente le taux de défaut de règlement dans des conditions de marché normales. Nous souhaitons savoir si les intervenants considèrent que les mécanismes réglementaires et autres qui existent actuellement permettent de favoriser et d'encourager le règlement des opérations en temps opportun dans un tel cycle de règlement.

Le présent document de consultation fait un survol des mesures de discipline en matière de règlement qui existent actuellement dans les marchés canadiens des titres de capitaux propres et de créance, et il expose les considérations réglementaires relatives à la gestion du risque d'augmentation des défauts de règlement que la transition à un cycle de règlement standard de deux jours pourrait poser à nos marchés. Nous souhaitons recueillir des commentaires sur les points suivants :

1. les mesures supplémentaires qui seraient nécessaires, le cas échéant, pour renforcer la discipline en matière de règlement, notamment par la modification du *Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* (le **règlement**) et de l'*Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* (l'**instruction générale**) (le règlement et l'instruction générale sont désignés ensemble comme le **Règlement 24-101**);
2. les autres mécanismes de discipline en matière de règlement dans les marchés canadiens des titres de capitaux propres et de créance qui permettraient, le cas échéant, de limiter les défauts de règlement; il pourrait s'agir d'une « pénalité » pour défaut de règlement ou d'une obligation de dénouement ou de rachat d'office forcé.

Toute proposition de prendre des mesures à l'issue de la présente consultation sur les considérations réglementaires relatives à l'amélioration de la discipline en matière de règlement, notamment toute modification supplémentaire du Règlement 24-101, ferait l'objet d'une autre consultation publique.

1. Introduction

Au Canada, le secteur des valeurs mobilières s'apprête à réduire de trois à deux jours le cycle de règlement standard des opérations sur titres de capitaux propres et de créance à long terme. La transition devrait se produire le 5 septembre 2017, au même moment que sur les marchés des États-Unis.

Des mécanismes efficaces de compensation et de règlement sont essentiels au bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières. Ce sont des composantes fondamentales de ces marchés qui leur confèrent, dans une large mesure, leur efficacité et leur efficacité¹. L'abrègement du cycle de règlement à deux jours après l'opération a pour objet d'atténuer le risque associé à la compensation et au règlement des titres en réduisant l'exposition au risque de contrepartie des parties à une opération. Cependant, s'il n'est pas géré et mis en œuvre adéquatement, il pourrait augmenter les défauts de règlement.

Actuellement, divers règlements ainsi que diverses règles et normes du secteur favorisent et encouragent le règlement des opérations en temps opportun. Dans le présent document de consultation, ils sont désignés collectivement comme le **régime de discipline en matière de règlement**. Ce régime devrait contribuer à une transition sans heurt vers le cycle de règlement de deux jours. Il comprend le Règlement 24-101, qui prévoit des obligations fondées sur des principes favorisant des processus efficaces et rapides de traitement des opérations institutionnelles entre l'exécution et le règlement (confirmation, affirmation, répartition et instructions de règlement). Nous appelons ces processus l'**appariement des opérations institutionnelles**.

1.1 Objet de la consultation

Il est prévu que les projets du secteur canadien des valeurs mobilières en vue du cycle de règlement de deux jours envisagent des améliorations opérationnelles et définissent de possibles modifications réglementaires pour gérer le risque d'augmentation des défauts de règlement que le passage à ce cycle pourrait entraîner. Par ailleurs, nous jugeons prudent que les ACVM s'interrogent sur la pertinence, dans un cycle de règlement standard de deux jours, du régime de discipline en matière de règlement en vigueur sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres et de créance².

Le présent document de consultation servira aux autorités à recueillir les commentaires des intervenants sur le régime actuel de discipline en matière de règlement et les améliorations ou solutions de rechange, en ce qui concerne non seulement les activités des sociétés, mais aussi les processus du secteur de manière générale. Il s'agira notamment d'établir si, outre les projets de modifications décrits dans l'avis de consultation (voir ci-dessous), des modifications au Règlement 24-101 pourraient s'avérer nécessaires pour renforcer la discipline en matière de règlement. Par exemple, nous souhaitons savoir s'il serait souhaitable de modifier les obligations prévues par ce règlement en matière d'appariement des opérations institutionnelles pour accroître le taux d'« affirmation le même jour » ou améliorer l'efficacité de la compensation et du règlement. Nous souhaitons également recueillir des commentaires sur l'éventuelle nécessité d'envisager d'autres mesures de discipline en matière de règlement sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres et de créance pour gérer les défauts de règlement, comme une « pénalité » pour défaut de règlement³ ou une obligation de dénouement ou de rachat d'office forcé.

Dans le présent document de consultation, nous ne demandons pas aux intervenants s'ils approuvent ou non le passage au cycle de règlement de deux jours ni ce que les coûts et avantages de l'abrègement du cycle pourraient être pour les marchés des titres de capitaux propres et de créance du Canada. Comme nous l'indiquons dans l'*Avis 24-312 du personnel des ACVM, Préparation de la mise en œuvre du cycle de règlement de deux jours*, en date du 2 avril 2015 (l'**Avis 24-312**), il importe que le secteur canadien fasse cette transition en même temps que les marchés américains, faute de quoi les marchés des capitaux du Canada se trouveraient en mauvaise posture, compte tenu de l'interdépendance de nos marchés⁴.

¹ Voir *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets*, Emerging Markets of the International Organization of Securities Commissions; document de l'OICV, novembre 1997, p. 1, au <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD74.pdf>.

² Dans le présent document de consultation, toute mention des marchés des capitaux comprend le marché des fonds négociés en bourse (FNB).

³ Dans le présent document de consultation, nous utilisons l'expression « pénalité » au sens large et non au sens du droit des valeurs mobilières. Voir la partie 6 du présent document. Dans certains territoires représentés au sein des ACVM, le pouvoir de l'autorité en valeurs mobilières d'imposer des amendes ou des pénalités pour non-règlement d'une opération dans les délais devrait être prévu explicitement par la législation en valeurs mobilières.

⁴ Voir <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2015/2015avril02-24-312-avis-acvm-fr.pdf>.

1.2 Consultation simultanée sur des projets de modifications du Règlement 24-101

Le présent document de consultation est publié en même temps que l'Avis de consultation des ACVM, *Projet de Règlement modifiant le Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles et projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles (l'avis de consultation)*. Avec cet avis de consultation, nous souhaitons obtenir des commentaires sur certains projets de modifications du Règlement 24-101 que nous proposons notamment en prévision de l'abrègement du cycle de règlement. Si nous ne proposons pas à ce stade de modifier l'heure limite de midi le premier jour après l'opération ni le seuil de 90 % actuellement prévu par le Règlement 24-101 pour l'appariement des opérations institutionnelles, nous abordons ci-après les modifications que nous pourrions envisager d'apporter à ce règlement et posons des questions précises à ce sujet.

1.3 Survol du document de consultation

La partie 2 du présent document de consultation fait un survol des recommandations des organismes internationaux de normalisation en matière de cycles de règlement, d'appariement des opérations et de surveillance des transactions échouées. Elle contient un résumé de l'évolution de la situation internationale en ce qui concerne l'abrègement du cycle de règlement standard de trois à deux jours et une description des projets du secteur canadien des valeurs mobilières à cet égard. La partie 3 et l'Annexe A traitent de l'information de Services de dépôt et de compensation CDS Inc. (la **CDS**) sur les taux moyens de défaut de règlement des opérations sur titres de capitaux propres au Canada. La partie 4 résume notre régime actuel de discipline en matière de règlement en termes généraux. La partie 5 aborde une composante importante de celui-ci, le Règlement 24-101, fait l'historique et décrit les objectifs réglementaires de ce dernier, traite des facteurs à prendre en considération pour améliorer la performance des participants au marché en matière d'appariement, compte tenu notamment du passage à un cycle de règlement de deux jours, et intègre par renvoi l'Annexe B du présent document de consultation, qui contient une analyse des taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles dans le secteur. Enfin, la partie 6 traite des nouvelles mesures de discipline en matière de règlement que les autorités de réglementation ou les infrastructures de marché pourraient envisager de prendre pour gérer le risque de non-règlement lors du passage au cycle de règlement de deux jours.

2. Abrègement du cycle de règlement de trois à deux jours après l'opération

2.1 Contexte

Ces trente dernières années, les décideurs et les groupes du secteur ont cherché à réduire le risque (de crédit, de marché et de liquidité) en abrégeant le cycle de règlement. En 1989, le Groupe des Trente (G30) a recommandé que le règlement définitif des opérations au comptant intervienne trois jours après l'opération⁵. En 1995, les marchés du Canada et des États-Unis sont parvenus à abrèger le cycle de règlement standard de cinq à trois jours après l'opération, et d'autres marchés ont emboîté le pas. Au début du siècle, le secteur des valeurs mobilières du Canada et des États-Unis avait envisagé d'abrèger davantage le cycle de règlement, de trois jours à un jour. S'il y a renoncé par la suite, il a travaillé activement au traitement direct et à d'autres projets touchant l'ensemble de ses parties prenantes en vue d'améliorer les processus et systèmes de compensation et de règlement. À la même époque, les organismes internationaux de normalisation ont publié plusieurs rapports sur les mécanismes de compensation et de règlement afin de réduire le risque systémique dans le système financier et d'améliorer la stabilité de ces mécanismes de manière générale. Nous avons traité de ces rapports dans le document de discussion des ACVM sur le traitement direct publié en 2004⁶. Nous résumons brièvement les recommandations pertinentes ci-dessous.

En 2001, le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM)⁷ et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié un rapport contenant des recommandations, notamment, sur la confirmation des opérations et le cycle de règlement⁸. En particulier, ces recommandations étaient les suivantes :

- Le règlement définitif d'une opération sur titres devrait intervenir au plus tard trois jours après l'opération, et les avantages et coûts d'un cycle de règlement inférieur à trois jours devraient être évalués⁹. Le rapport indique que plus le délai séparant l'exécution des opérations et le règlement est long, plus grand est le risque que l'une des parties devienne insolvable ou manque à ses engagements. Augmentent également en conséquence le nombre des transactions non réglées et la possibilité que le prix des titres s'écarte du montant contractuel, ce qui accroît le risque que des parties non défaillantes subissent des pertes lors du remplacement des contrats non réglés.
- La confirmation des opérations entre participants directs devrait intervenir dès que possible après l'exécution de la transaction, et en aucun cas après la date de celle-ci. Si une confirmation par des participants indirects (investisseurs institutionnels, par exemple) est nécessaire, elle devrait elle aussi avoir lieu dans les meilleurs délais après l'exécution de la transaction, de préférence le jour de celle-ci, mais pas plus tard que le jour suivant¹⁰.

Le CPIM et l'OICV soulignent également que la fréquence et la durée des défauts de règlement devraient être surveillées étroitement, quel que soit le cycle de règlement. Ils indiquent qu'actuellement, certains marchés ne profitent pas pleinement des avantages du règlement le troisième jour, car une proportion conséquente des règlements surviennent après la date stipulée par contrat. Ils font remarquer que, dans ces cas, il convient d'analyser les implications de ces taux de défaut en fait de risque et de définir des mesures susceptibles de réduire ces taux ou d'atténuer les risques qui en découlent¹¹.

⁵ Groupe des Trente, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets* (New York : Groupe des Trente, mars 1989). Le G30 est une organisation privée parrainée par les banques centrales et les principales banques commerciales et d'investissement, qui, au fil des ans, ont formé un certain nombre de groupes de travail internationaux afin d'étudier l'état de la compensation et du règlement internationaux, et de faire rapport sur celui-ci. Voir www.group30.org.

⁶ *Avis de consultation 24-401 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières – Document de discussion sur le traitement direct et avis de consultation*, supplément au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 11 juin 2004, Vol. 1, n° 19 (le **Document de discussion 24-401**).

⁷ Avant septembre 2014, le CPIM se nommait le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR).

⁸ *Recommandations pour les systèmes de règlements de titres* – Rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, novembre 2001 (le **Rapport sur les RSRT**), au <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46fr.pdf>. En 2012, le CPIM et l'OICV ont réaffirmé les recommandations pour l'ensemble des marchés formulées dans le Rapport sur les RSRT. Voir l'Annexe C du rapport du CSPR et de l'OICV intitulé *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*, publié en avril 2012 (le **Rapport sur les PIMF**), au http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_fr.pdf.

⁹ Recommandation 3 : Cycles de règlement.

¹⁰ Recommandation 2 : Confirmation des opérations.

¹¹ Voir le Rapport sur les RSRT, au par. 3.16. Selon le CPIM et l'OICV, des sanctions pécuniaires pourraient être imposées par voie contractuelle ou par les autorités de marché lors d'un défaut de règlement. Autre possibilité, les opérations non dénouées pourraient être évaluées aux prix du marché et, si le problème n'était pas résolu dans un délai spécifié, liquidées à ces prix.

Prenant appui sur les recommandations contenues dans le rapport sur les RSRT, le G30 a publié en 2003 un rapport dans lequel il recommandait une réforme de grande envergure du processus de compensation et de règlement, notamment la création et la mise en œuvre de normes internationales dans les domaines technologiques et opérationnels et des améliorations des pratiques de gestion des risques¹². Il a notamment recommandé que les participants au marché élaborent et utilisent collectivement des normes techniques et des pratiques de négociation pleinement compatibles et acceptées par le secteur pour la confirmation et l'acceptation automatisées des modalités des opérations institutionnelles le jour de l'opération¹³.

2.2 Projets internationaux en matière de cycle de règlement de deux jours

La crise financière mondiale de 2007-2008 a mis en évidence la nécessité d'améliorer la gestion du risque et l'efficacité dans le processus de compensation et de règlement. Le secteur, les autorités de réglementation et les décideurs ont notamment mis l'accent sur l'atténuation de l'exposition des participants au marché au risque de contrepartie. Diverses mesures ont été prises pour atténuer ce risque sur les marchés des capitaux, dont l'accélération du règlement des opérations.

De nombreux pays ont déjà un cycle de règlement abrégé ou s'en rapprochent. La plupart des marchés européens sont passés à un cycle de deux jours en 2014¹⁴. D'autres grands marchés de la région Asie-Pacifique appliquent déjà un cycle de deux jours ou d'un jour. Les marchés des capitaux de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande sont passés à deux jours en mars 2016, tandis que Singapour prévoit de réduire son cycle de règlement de trois à deux jours cette année¹⁵. Les marchés des États-Unis se sont engagés à passer à un cycle de règlement de deux jours le 5 septembre 2017¹⁶. Le secteur canadien des valeurs mobilières a également déclaré son intention d'atteindre cette cible et de respecter le même calendrier que les marchés américains¹⁷.

On s'entend généralement pour dire que l'abrègement du cycle de règlement de trois jours à deux jours après l'opération apportera des avantages non négligeables, comme la réduction du risque de contrepartie pour les investisseurs individuels, les participants au marché et les contreparties centrales. En 1989, le G30 a reconnu que « pour minimiser le risque de contrepartie et l'exposition au risque de marché associé aux transactions sur titres, l'objectif final consiste à parvenir au règlement le même jour que la négociation », lorsqu'il a recommandé que le règlement définitif des opérations au comptant intervienne trois jours après l'opération. L'abrègement du cycle de règlement pourrait aussi contribuer à réduire les besoins de marges et de liquidités en période de volatilité de l'économie et à rendre les processus post-marché beaucoup plus économiques¹⁸.

Toutefois, l'abrègement du cycle nécessite de réduire les délais, ce qui peut exiger de reconfigurer le processus de règlement des opérations et de mettre à niveau les systèmes existants. Le CPIM et l'OICV notent que, sur « les marchés où une part conséquente des opérations s'effectue avec l'étranger, des améliorations substantielles du système peuvent être indispensables pour raccourcir les cycles de règlement ». Le Canada est un de ces marchés en raison du volume considérable d'opérations sur titres avec les États-Unis. « En l'absence de tels investissements, le raccourcissement du cycle pourrait se traduire par un nombre accru de défauts de règlement : une proportion plus grande de participants pourrait se révéler incapable de s'accorder sur les données liées au règlement et de les échanger, ou de rassembler les moyens nécessaires à cette opération dans les délais impartis¹⁹. »

À l'automne 2014, en prévision du passage à un cycle de règlement écourté aux États-Unis, le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**CVMO**) a interrogé un échantillon d'intervenants du secteur afin de vérifier le degré de préparation du secteur canadien au passage à un cycle de règlement de deux jours. Tous les intervenants consultés estiment que le secteur canadien doit faire cette transition en

¹² Voir *Global Clearing and Settlement: A Plan of Action*, rapport du G30 publié le 23 janvier 2003.

¹³ Recommandation 5 : [traduction] automatiser et standardiser l'appariement des opérations institutionnelles.

¹⁴ Voir l'Avis 24-312. La migration vers le cycle de règlement de deux jours en Europe contribue grandement à atteindre les objectifs ambitieux de « Target2-Securities » (T2S), projet de la Banque centrale européenne pour simplifier la structure européenne de règlement des titres.

¹⁵ Voir ASX, « Shortening the Settlement Cycle in Australia: Transitioning to T2 for Cash Equities », document de consultation, 25 février 2014 (le **document de l'ASX**), au http://www.asx.com.au/documents/public-consultations/T2_consultation_paper.PDF.

¹⁶ Pour obtenir de l'information sur les projets entrepris par le secteur des valeurs mobilières des États-Unis en vue de raccourcir le cycle de règlement de trois à deux jours, voir le site Web suivant : <http://www.ust2.com/>. La date de transition fixée au 5 septembre 2017 pour passer de trois à deux jours a été annoncée par le secteur américain le 7 mars 2016. Voir T2 Settlement Media Alert, 7 mars 2016, « US T2 ISC recommends move to shorter settlement cycle on September 5, 2017 », au <http://www.ust2.com/pdfs/T2-ISC-recommends-shorter-settlement-cycle-030716.pdf>.

¹⁷ Voir « CCMA announces T2 Steering Committee », 11 septembre 2015 (le **communiqué de l'ACMC**), au <http://ccma-acmc.ca/en/ccma-announces-t2-steering-committee-t2sc/>.

¹⁸ Voir le livre blanc « Cost benefit analysis of shortening the settlement cycle » rédigé par The Boston Consulting Group pour le compte de The Depository Trust and Clearing Corporation, octobre 2012, au <http://www.ust2.com/industry-action/>.

¹⁹ Voir le Rapport sur les RSRT, au par. 3.15.

même temps que les marchés américains, faute de quoi les marchés des capitaux du Canada se trouveraient en mauvaise posture, compte tenu de l'interdépendance de nos marchés (les volumes et la valeur élevés des opérations transfrontalières et le grand nombre de titres intercotés en faisant foi). Par contre, il semble qu'il n'y aurait que peu d'avantages à devancer les États-Unis, voire aucun²⁰.

Le passage à un cycle de règlement de deux jours en même temps que les marchés américains rejoint les efforts déployés précédemment par le secteur canadien des valeurs mobilières pour aligner les délais et processus de règlement des opérations sur ceux des États-Unis²¹. Les initiatives antérieures du secteur en matière de règlement et de traitement direct tentaient d'être cohérentes avec les efforts sectoriels semblables menés aux États-Unis puisque les pratiques des marchés des deux pays sont généralement les mêmes et que les systèmes de compensation et de règlement des valeurs mobilières dans les deux pays sont fortement intégrés²².

L'Association canadienne des marchés des capitaux (**ACMC**)²³ est le fer de lance du secteur des valeurs mobilières au Canada pour ce qui est des préparatifs à la migration vers un cycle de règlement de deux jours le 5 septembre 2017. Elle a reçu des intervenants du secteur le mandat de diriger et de coordonner les préparatifs en veillant à ce que ses divers sous-comités et groupes de travail comptent des représentants de courtiers, d'investisseurs institutionnels, de dépositaires, d'infrastructures de marché et de services de post-marché. Un comité directeur de l'ACMC sur le cycle de deux jours (le **comité directeur de l'ACMC**) et divers groupes de travail coordonnent les activités au Canada, notamment en définissant les améliorations opérationnelles (développement de systèmes, procédures et processus), en obtenant l'acceptation des normes minimales par le secteur, en précisant les modifications de règles, en convenant des échéanciers, en coordonnant les tâches et en planifiant les essais à l'échelle du secteur qui seront nécessaires pour garantir la préparation de celui-ci à la migration²⁴.

Les règles qui, selon l'ACMC, nécessiteront des modifications sont notamment celles de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) et des bourses qui prévoient expressément un cycle de règlement obligatoire de trois jours ou qui portent sur la date de règlement et exigent certaines mesures de prérèglement²⁵. Il sera essentiel de modifier ces règles à temps pour que le secteur puisse effectuer la migration vers le cycle de deux jours et respecter la date de mise en œuvre du 5 septembre 2017. L'ACMC a aussi recommandé de modifier le Règlement 24-101 en supprimant le report de l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles pour les opérations transfrontières réalisées dans des régions éloignées. Voir la partie 6, ci-dessous.

Le Règlement 24-101 n'exige pas expressément un cycle de règlement de trois jours et n'empêcherait pas de passer à deux jours, mais il contient plusieurs dispositions qui nécessitent un ajustement pour faciliter la migration. Il en est question dans l'avis de consultation.

²⁰ Voir l'Avis 24-312.

²¹ Voir le Document de discussion 24-401, p. 11. Nous avons relevé une analyse économique de Charles River Associates sur les conséquences pour le Canada de ne pas évoluer vers un cycle de règlement le lendemain de l'opération de manière concertée avec les États-Unis. L'analyse a démontré que, si le Canada devait conserver un cycle de trois jours alors que les États-Unis évoluaient vers un cycle d'un jour, nos marchés deviendraient non concurrentiels par rapport aux marchés américains et en subiraient les préjudices.

²² Voir le Document de discussion 24-401, p. 11. Le lien entre la CDS et la Depository Trust & Clearing Corporation (**DTCC**) est le plus actif et le plus perfectionné du monde entre dépositaires. Environ 40 % des opérations exécutées sur les bourses canadiennes portent sur des titres intercotés, et les opérations entre le Canada et les États-Unis représentent presque 25 % des millions d'opérations traitées annuellement par la CDS. Voir <http://www.ust2.com/news/t2-too-update-from-canada/>.

²³ L'ACMC est un organisme sans but lucratif constitué sous le régime de la loi fédérale qui a reçu le mandat de définir et d'évaluer les défis auxquels font face les marchés des capitaux, tant canadiens qu'internationaux, de les analyser et de recommander des moyens de les relever et de tirer avantage des occasions qui se présentent. Voir <http://www.ccma-acmc.ca/>.

²⁴ Voir le communiqué de l'ACMC. Le comité directeur de l'ACMC a chargé quatre groupes de travail de s'occuper de certains domaines. Un groupe de travail opérationnel définit les processus, les procédures et les aspects conflictuels qui pourraient entraver la mise en œuvre du cycle de deux jours. Un groupe de travail sur les communications et la sensibilisation veille à ce que l'information sur le cycle de règlement de deux jours soit diffusée dans l'ensemble du secteur et dans le public. Un groupe de travail sur les organismes de placement collectif (OPC) se penche sur les enjeux qui touchent ces derniers et les produits analogues (comme les fonds distincts). Un groupe de travail sur la législation et la réglementation fait le repérage de toutes les règles pertinentes (y compris celles des OAR, des marchés et des chambres de compensation) à analyser pour établir si elles nécessitent des modifications.

²⁵ Le 28 juillet 2016, l'OCRCVM a publié pour consultation des projets de modifications des Règles universelles d'intégrité du marché, des Règles des courtiers membres et du Formulaire 1 pour faciliter le passage du secteur des valeurs mobilières au cycle de règlement de deux jours. Voir l'Avis 16-0177 de l'OCRCVM, *Modifications visant à faciliter le passage du secteur des valeurs mobilières au cycle de règlement T+2*, au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2016/24152644-66ce-4ef2-a1ac-d9403540656e_fr.pdf.

3. Surveillance des transactions échouées

Comme nous l'avons vu, il convient de surveiller de près la fréquence et la durée des transactions échouées, d'analyser les implications de ces taux en fonction du risque et de définir des mesures susceptibles de les réduire ou d'atténuer les risques qui en découlent.

3.1 Qu'est-ce qu'une transaction échouée?

L'expression « transaction échouée » n'est pas définie dans la législation en valeurs mobilières²⁶. Cependant, on considère généralement qu'une transaction échouée se produit lorsque le vendeur (à découvert ou non) ne livre pas le titre à l'acheteur à la date prévue (généralement le troisième jour après l'opération) ou que l'acheteur ne fait pas le paiement à l'échéance (généralement le troisième jour après l'opération)²⁷. Dans le cadre de la présente consultation, une transaction échouée ou un défaut de règlement s'entend de la non-livraison d'un titre ou d'un « défaut de livraison ». Le non-paiement de titres est plus facile à résoudre parce que les liquidités sont fongibles et que la partie qui ne paie pas peut se prévaloir de facilités de crédit²⁸. En cas de défaut de livraison, en revanche, il faut livrer des titres du type convenu (code ISIN), qui peuvent parfois être difficiles à acheter ou à emprunter sur le marché²⁹. Qui plus est, le défaut de livraison peut exposer la contrepartie au risque de remplacement si la valeur des titres fluctue avant le règlement de l'opération³⁰. Dans le contexte des activités d'une chambre de compensation, le défaut de livraison signifie la non-livraison des titres à la « date de valeur » (généralement le troisième jour après l'opération) au moyen d'un mécanisme de livraison contre paiement (LCP). Le CPIM et l'OICV proposent que les marchés prennent des mesures pour atténuer le risque de tels défauts de livraison de titres et leurs répercussions³¹.

3.2 Données du RNC sur les défauts de livraison au Canada

Actuellement, la CDS fournit quotidiennement à la CVMO des données sur les défauts de livraison cumulatifs dans sa fonctionnalité du règlement net continu (RNC). Le RNC est un service de contrepartie centrale qui compense par novation la plupart des opérations exécutées sur les marchés canadiens, principalement sur titres de capitaux propres et de FNB. Les données du RNC sur les défauts de livraison sont assez justes pour surveiller l'efficacité du règlement sur les marchés des capitaux du Canada parce qu'elles indiquent le nombre et la valeur cumulatifs des transactions échouées sur titre de capitaux propres à la CDS à une date donnée. L'Annexe A du présent document de consultation contient une brève description et une analyse sommaire des taux globaux de transactions échouées au Canada selon le RNC.

Il importe de souligner le fait qu'aucune conclusion particulière ne peut être tirée des données du RNC sur les défauts au sujet de l'ensemble des défauts de règlement dans tous nos marchés au comptant. Les taux de défaut quotidiens cumulatifs du RNC ne sont pas une indication de tous les défauts, surtout pour les opérations sur titres à revenu fixe, dont le règlement est principalement assuré par le service de règlement individuel de la CDS, et non du RNC. Ils ne représentent pas non plus le total des défauts de règlement par

²⁶ L'expression « transaction échouée » est définie dans les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIIM) de l'OCRCVM. Selon la règle 1.1 des RUIIM, une « transaction échouée » s'entend d'une transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis; b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut : (i) soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis, (ii) soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis; c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis, et ce, afin de permettre le règlement de transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction. La disposition prévoit aussi qu'une transaction est réputée une transaction échouée indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation.

²⁷ Voir aussi l'Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM, *Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2 mars 2012, Vol. 9, n° 9 (l'**Avis 23-312**), au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2012/2012mars02-23-312-avis-acvm-cons-fr.pdf>.

²⁸ Par ailleurs, dans la plupart des marchés, les règlements en espèces sont grandement facilités par des services de contrepartie centrale et des mécanismes de règlement des titres en mode livraison contre paiement (LCP).

²⁹ Voir Banque centrale européenne, *Settlement Fails – Report on Securities Settlement Systems (SSS) Measures to Ensure Timely Settlement*, 1^{er} avril 2011, p. 1, au <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/settlementfails042011en.pdf>.

³⁰ Voir le Rapport sur les PIMF, au par. 2.5.

³¹ Voir le Rapport sur les PIMF, au par. 3.8.2. Le CPIM et l'OICV avaient fait remarquer en 2002 que les « défauts de règlement constituent un facteur de risque significatif lorsque leur valeur représente plus de 5 % des transactions ». Voir le document du CSPR et de l'OICV de novembre 2002, *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres : méthodologie d'évaluation*, p. 9, au <http://www.bis.org/cpmi/publ/d51fr.pdf>. Toutefois, étant donné que le CPIM et l'OICV pourraient réaliser ultérieurement une révision complète des normes applicable à l'échelle du marché qui figurent dans le Rapport sur les RSRT, il est difficile de savoir si ce pourcentage serait encore considéré aujourd'hui comme une mesure appropriée. Voir le Rapport sur les PIMF, au par. 1.7.

compte sur la multitude de comptes de titres ouverts par les clients auprès de courtiers, de dépositaires et d'autres intermédiaires³².

4. Régime de discipline en matière de règlement

On peut considérer que le régime canadien de discipline en matière de règlement se compose d'un certain nombre de règlements, de règles ainsi que de normes et pratiques sectorielles. Outre les obligations contractuelles de base, la plupart des obligations de règlement sont prévues par des règlements des ACVM et par des règles des organismes d'autorégulation (**OAR**), des bourses et des chambres de compensation. Les mesures varient et sont conçues soit pour encourager le règlement en temps opportun des opérations à la date de règlement standard, soit pour favoriser ou forcer la résolution en temps opportun des défauts de livraison des titres³³. Nous abordons certaines de ces mesures de discipline en matière de règlement ci-dessous, mais nous nous attardons particulièrement au Règlement 24-101 dans la partie 5, ci-dessous. Nous nous attendons à ce que le secteur s'attache, par le truchement des OAR, des chambres de compensation et des marchés, à réviser plusieurs de ces mesures pour les aligner sur le cycle de règlement de deux jours ou favoriser la transition vers celui-ci.

Les ACVM souhaitent que les intervenants leur indiquent si, selon eux, les mécanismes existants de gestion du risque de non-règlement, y compris le régime de discipline en matière de règlement abordé ci-dessous, continueront d'offrir des incitatifs appropriés pour favoriser le règlement en temps opportun et l'efficacité du marché dans un cycle de règlement de deux jours.

4.1 Règlements et instructions générales des ACVM

Plusieurs règlements et instructions générales des ACVM portent explicitement sur le traitement des opérations. Le Règlement 24-101 exige que les sociétés inscrites qui effectuent des opérations avec un investisseur institutionnel ou pour son compte adoptent des politiques et des procédures conçues pour apparier les opérations institutionnelles (appelées **opérations LCP/RCP** dans ce règlement) dès que possible après leur exécution, mais au plus tard à midi le premier jour après l'opération. Il exige également que les courtiers inscrits aient des politiques et des procédures conçues pour faciliter le règlement au plus tard à la date de règlement standard prescrite par les OAR et les marchés pertinents. Nous traitons du Règlement 24-101 de façon plus détaillée dans la partie 5, ci-dessous.

Par ailleurs, l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (**l'Instruction générale 23-101** et le **Règlement 23-101**) indique que la personne qui passe un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir la *capacité et l'intention* de régler l'opération commet une infraction aux dispositions anti-manipulation ou antifraude du Règlement 23-101³⁴. En outre, en vertu du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (le **Règlement 81-102**), il faut remplir les obligations de paiement pour la souscription ou le rachat de titres d'OPC dans les trois jours ouvrables³⁵.

D'autres règlements et instructions générales des ACVM font indirectement partie du régime de discipline en matière de règlement. Par exemple, le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* contient des règles fondées sur des principes qui obligent les sociétés inscrites à gérer les risques liés à leur activité conformément aux pratiques commerciales prudentes. Le respect de cette obligation par ces sociétés instaure des systèmes et contrôles efficaces pour gérer adéquatement leurs risques, y compris ceux qui découlent du règlement des opérations. De plus, le *Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation* exige que les chambres de compensation reconnues respectent ou excèdent plusieurs normes internationales de gestion des risques liées au processus de compensation et de règlement.

³² Voir la définition de « transaction échouée » prévue par les RUI, ci-dessus, note 26.

³³ Outre ces mesures, la capacité de transférer la propriété de titres efficacement et en temps opportun est essentielle pour les sociétés du secteur des valeurs mobilières et leurs clients. Étant donné qu'il est dans l'intérêt de ces sociétés d'éviter les défauts de règlement, les pressions commerciales imposent une certaine discipline dans le processus de règlement.

³⁴ Voir le sous-paragraphe f du paragraphe 3 de l'article 3.1 de l'Instruction générale 23-101. Certaines provinces ont inséré des dispositions analogues antifraude et anti-manipulation du marché dans leurs lois sur les valeurs mobilières (par exemple, l'article 126.1 de la LVMO), qui l'emportent généralement sur celles du Règlement 23-101.

³⁵ Le paiement du prix d'émission des titres d'un OPC doit être fait à l'OPC dans les trois jours ouvrables de la date de fixation du prix de ces titres (voir l'article 9.4 du Règlement 81-102). Par ailleurs, l'OPC doit payer le produit du rachat des titres faisant l'objet d'un ordre de rachat dans les trois jours ouvrables après la date de calcul de la valeur liquidative par titre servant à établir le prix de rachat (voir l'article 10.4 du Règlement 81-102). Ces obligations n'empêchent pas l'OPC de payer le prix d'émission ou le produit du rachat dans un délai inférieur à trois jours (par exemple, deux jours).

4.2 Exigences de l'OCRCVM

Les règles de courtiers membres de l'OCRCVM relatives aux *opérations* et à la *livraison* imposent plusieurs obligations conçues pour améliorer la discipline en matière de règlement³⁶. Par exemple, une règle exige que les opérations soient réglées avant la fin d'un certain cycle de règlement, à moins qu'il ne soit convenu d'autres conditions de règlement par écrit³⁷. Les cycles de règlement sont généralement plus courts pour les instruments du marché monétaire et les titres d'État à court terme (le jour de l'opération ou deux jours après) que pour les titres de capitaux propres et les titres à revenu fixe à long terme (normalement, trois jours). Une autre règle de l'OCRCVM exige que toute opération hors bourse entre courtiers membres, y compris sur titres de créance de l'État, soit saisie, acceptée ou rejetée au moyen d'un « système d'appariement des opérations acceptable » au plus tard à 18 h le jour de l'exécution de l'opération³⁸. En outre, la règle de l'OCRCVM sur le « règlement uniforme » interdit au courtier membre d'accepter un ordre d'un client dans le cadre d'un arrangement suivant lequel le paiement de titres achetés ou la livraison de titres vendus devront être effectués par un agent de règlement du client (généralement, un dépositaire), à moins que certaines procédures n'aient été suivies pour faciliter l'affirmation et le règlement rapides de l'opération par l'agent³⁹.

Les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIIM) de l'OCRCVM et les politiques connexes sont également pertinentes. Le sous-alinéa *h* de l'article 2 de la politique 2.2 des RUIIM, qui contient l'interprétation des dispositions sur la négociation manipulatrice et trompeuse de la règle 2.2, indique que le fait de saisir un ordre de vente d'un titre sans avoir, au moment de la saisie de l'ordre, une *attente raisonnable* de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre constitue une activité de négociation manipulatrice et trompeuse. Qui plus est, la règle 7.10 des RUIIM exige que les « participants » déclarent toute opération (une « transaction échouée sur une période prolongée ») qui n'a pas été réglée à la date de règlement si elle ne l'a toujours pas été dix jours ouvrables suivant cette date⁴⁰. La déclaration doit indiquer le motif du défaut de règlement. Le participant est également tenu de la mettre à jour une fois que le problème a été rectifié⁴¹.

4.3 Règles des bourses sur le cycle de règlement de trois jours

Sauf pour ce qui est des opérations assorties de conditions de règlement particulières, les bourses exigent que les opérations soient réglées dans un délai de trois jours⁴².

4.4 Procédures de rachat d'office facultatif des chambres de compensation et des bourses

La CDS et certaines bourses ont des règles de « rachat d'office » pour forcer le règlement; ces règles permettent à l'acheteur, à sa discrétion, d'obliger le vendeur à acheter des titres sur le marché pour les lui livrer, à assumer les coûts de l'achat et donc à exécuter son obligation de règlement⁴³.

³⁶ Règle 800 des courtiers membres de l'OCRCVM, *Opérations et livraison*. L'OCRCVM propose de modifier certaines de ces obligations pour faciliter le passage du secteur des valeurs mobilières au cycle de règlement de deux jours. Voir la note 25, ci-dessus.

³⁷ Voir la règle 800.27. Malgré ces règles sur le cycle de règlement, la pratique du marché semble laisser une certaine latitude en matière de défauts de livraison à temps, notamment s'ils sont causés par « des retards ou des erreurs d'ordre administratif », par exemple, la réception de certificats qui ne sont pas endossés correctement par le client, des imprévus administratifs ou l'erreur humaine. Dans les faits, il semble que les règles des OAR et des marchés tolèrent les défauts de règlement occasionnels des participants au marché, à condition qu'ils règlent raisonnablement vite après le troisième jour.

³⁸ Voir la règle 800.49.

³⁹ Voir la règle 800.31. Entre autres, le courtier membre doit avoir obtenu du client l'engagement de fournir à son agent de règlement des instructions relatives à la réception ou à la livraison des titres concernés dans l'opération dès qu'il reçoit un tel avis d'exécution, ou la date et les renseignements pertinents relatifs à ladite exécution, relativement à l'ordre (même si cette exécution représente l'achat ou la vente d'une partie seulement de l'ordre), et que, dans tous les cas, le client veillera à ce que l'agent de règlement confirme l'opération au plus tard le jour ouvrable qui suit la date d'exécution de l'opération à laquelle la confirmation se rapporte. Voir le sous-paragraphe (a)(iv).

⁴⁰ Une transaction échouée sur une période prolongée est une « transaction échouée » au sens des RUIIM qui n'a pas été rectifiée dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement prévue. Voir la définition de « transaction échouée », ci-dessus, note 26.

⁴¹ Les RUIIM prévoient aussi des obligations conçues pour prévenir les abus en matière de vente à découvert que l'on peut qualifier de mesures de discipline en matière de règlement (comme l'« obligation d'emprunt préalable » dans certaines circonstances). Toutefois, elles sont généralement limitées aux ventes à découvert, et comme le règlement de celles-ci n'est pas plus susceptible d'échouer que celui d'autres opérations, nous n'en traitons pas dans le présent document de consultation. Voir l'« étude sur les tendances » de l'OCRCVM décrite à l'Annexe A du présent document, qui confirme, p. 39, la constatation des études précédentes de l'OCRCVM selon laquelle « une vente à découvert est moins susceptible de connaître un échec qu'une transaction en règle générale ».

⁴² Voir, par exemple, la règle 5-103(1) de la TSX et la règle 12.03(1) de la NEO Bourse Aequitas.

⁴³ Voir, par exemple, les règles 7.3.8(b) et 7.4.8(b) de la CDS et la règle 5-301 de la TSX. Généralement, lorsqu'une partie à une opération ne livre pas dans le délai de règlement habituel, la contrepartie peut lui transmettre un avis de rachat d'office et demander au marché de procéder au rachat.

Question 1 : Selon vous, le régime actuel de discipline en matière de règlement est-il adéquat pour favoriser le règlement en temps opportun et l'efficacité du marché dans un cycle de règlement de deux jours? Veuillez motiver votre réponse et notamment fournir, le cas échéant, une analyse quantitative à l'appui.

5. Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles

5.1 Contexte et objet du Règlement 24-101

Entré en vigueur en 2007, le Règlement 24-101 a été élaboré principalement pour encourager l'amélioration et l'accélération des processus d'exécution post-marché et de prérèglement pour l'appariement des opérations institutionnelles (confirmation, affirmation, répartitions et instructions de règlement). En vertu de ce règlement, les courtiers et conseillers inscrits qui effectuent des opérations avec un investisseur institutionnel ou pour son compte doivent se doter de politiques et de procédures conçues pour appairier les opérations LCP/RCP dès que possible après leur exécution, mais au plus tard à midi le premier jour après l'opération (**l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles**)⁴⁴. Le règlement reporte actuellement à midi deux jours après l'opération l'appariement de toute opération LCP/RCP qui découle d'un ordre d'achat ou de vente de titres donné par un investisseur institutionnel dont les décisions d'investissement sont habituellement prises ou les instructions de règlement habituellement données dans une région située hors de la région nord-américaine et communiquées depuis celle-ci (les **opérations non nord-américaines**)⁴⁵. Nous proposons d'abroger la disposition qui reporte l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles à midi deux jours après l'opération pour les opérations non nord-américaines (voir l'avis de consultation et la partie 6, ci-dessous).

Initialement, le Règlement 24-101 contenait des dispositions transitoires qui auraient imposé, après plusieurs années, l'obligation d'appairier les opérations LCP/RCP au plus tard à minuit le jour de l'opération. Nous l'avons toutefois modifié en 2010, notamment pour annuler la transition vers cette heure limite. Dans notre avis de modification, nous avons indiqué que nous conservions l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles à midi le premier jour après l'opération prévue par le Règlement 24-101 parce qu'à l'époque, il n'existait aucun projet de raccourcissement du règlement de trois jours sur les marchés internationaux, de sorte qu'il ne convenait plus de passer à minuit le jour de l'opération. Cependant, nous avons aussi indiqué que, si la situation changeait, nous envisagerions de réintroduire cette obligation en modifiant le règlement, notamment en cas de raccourcissement du cycle de règlement standard de trois jours sur les marchés internationaux⁴⁶.

En outre, en vertu du règlement, les sociétés inscrites sont tenues d'établir suivant l'Annexe 24-101A1 et de déposer des rapports sur les anomalies si elles n'ont pas respecté le seuil d'appariement des opérations institutionnelles de 90 % (le **seuil d'appariement des opérations institutionnelles**) en valeur et en volume à midi le premier jour après l'opération pendant un trimestre civil⁴⁷. Par ailleurs, les chambres de compensation (particulièrement la CDS) et les fournisseurs de services d'appariement doivent soumettre des données trimestrielles sur l'appariement des opérations institutionnelles sur titres de capitaux propres et de créance de leurs participants. L'Annexe B du présent document de consultation contient une brève analyse des taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles de la CDS.

Enfin, le Règlement 24-101 contient également une obligation fondée sur des principes (**l'obligation de règlement**) en vertu de laquelle les courtiers inscrits doivent établir, conserver et appliquer des politiques et

⁴⁴ Voir le paragraphe 1 des articles 3.1 et 3.3 du règlement. Une opération LCP/RCP est une opération exécutée dans un compte client qui permet de faire le règlement en mode livraison contre paiement ou réception contre paiement au moyen des installations d'une chambre de compensation et réglée pour le compte du client par un dépositaire autre que le courtier qui a exécuté l'opération. Voir notamment les définitions des expressions « opération LCP/RCP », « jour de l'opération », « premier jour après l'opération » et « deuxième jour après l'opération » à l'article 1.1 du règlement.

⁴⁵ Voir le paragraphe 2 des articles 3.1 et 3.3. La « région nord-américaine » désigne le Canada, les États-Unis, le Mexique, les Bermudes et les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes. Voir l'article 1.1.

⁴⁶ Avis de publication, *Règlement modifiant le Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles*, Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 16 avril 2010, Vol. 7, n° 15, p. 257 (**l'avis de 2010**), au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/24-101/2010-04-16/2010avril16-24-101-avispubl-fr.pdf>. Voir aussi i) l'Avis 24-307 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Dispense de l'application des dispositions transitoires : prolongation de la période de mise en œuvre progressive prévue par le Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 4 avril 2008, Vol. 5, n° 13, p.357 (**l'avis de 2008**), au http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bulletin/2008/vol5no13/vol5no13_7-1.pdf; et ii) l'Avis de consultation, *Projet de Règlement modifiant le Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles*, *Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 30 octobre 2009, Vol. 6, n° 43, p. 212 (**l'avis de 2009**), au http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bulletin/2009/vol6no43/vol6no43_7-2.pdf.

⁴⁷ Voir la partie 4 du règlement.

des procédures conçues pour faciliter le règlement des opérations au plus tard à la « date de règlement standard » prescrite par les OAR et les marchés⁴⁸.

5.2 Processus d'appariement des opérations institutionnelles

Les processus et systèmes d'exécution post-marché et de pré-règlement qui servent à comparer et à appairer les données sur les opérations institutionnelles sont complexes et inextricablement liés à la compensation et au règlement. Au Canada, l'appariement des opérations institutionnelles comporte généralement de nombreuses étapes séquentielles après leur exécution (ce que l'on appelle l'appariement « local » et qui comprend l'avis d'exécution, la vérification des modalités, la confirmation et l'affirmation, la répartition et les instructions de règlement pour le dépositaire)⁴⁹. Toutes les parties pertinentes⁵⁰ à l'appariement des opérations institutionnelles doivent s'entendre sur les modalités de celles-ci dès que possible pour que les erreurs et les irrégularités puissent être repérées rapidement dans le cadre du processus de compensation et de règlement⁵¹. La rapidité et l'exactitude de l'appariement des opérations institutionnelles constituent une condition préalable essentielle pour éviter les défauts de règlement dans un cycle de règlement abrégé⁵².

À la place de l'appariement local des opérations institutionnelles, certains participants au marché font appel aux services d'un fournisseur de services d'appariement qui effectue un appariement « centralisé » et non séquentiel. Chaque partie peut lui soumettre les modalités de l'opération à tout moment et dans n'importe quel ordre, et il apparie automatiquement les opérations en fonction des critères et tolérances indiqués par le gestionnaire de placements⁵³. Actuellement, deux fournisseurs sont autorisés au Canada.

5.3 Facteurs à considérer pour améliorer la performance en matière d'appariement des opérations institutionnelles et faciliter de façon générale le passage à un cycle de règlement de deux jours

Malgré notre décision en 2010 de ne pas effectuer la transition à l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles à minuit le jour de l'opération, nous avons encouragé le secteur à viser l'appariement des opérations institutionnelles avant midi le premier jour après l'opération⁵⁴. Nous avons proposé des outils pour améliorer les taux d'appariement des opérations institutionnelles, tels l'adoption d'un système de gestion des ordres ou le recours à un fournisseur de services d'appariement, de même que le passage du traitement par lots en fin de journée à un traitement plus fréquent en cours de journée, voire au traitement en temps réel.

Nous avons fortement encouragé les participants au marché à continuer d'améliorer leurs moyens technologiques et leurs processus. En particulier, nous avons encouragé :

- les investisseurs à automatiser davantage leur salle des marchés pour accélérer les activités post-marché;
- les courtiers à poursuivre leurs efforts en vue de passer du traitement par lots en fin de journée à un traitement plus fréquent en cours de journée, voire au traitement en temps réel;
- les dépositaires à continuer à aider leurs clients à s'informatiser davantage et à les encourager à utiliser d'autres solutions pour améliorer l'appariement des opérations institutionnelles, notamment en les dissuadant d'effectuer manuellement les activités post-marché (par exemple, en communiquant les détails des opérations et les instructions de règlement par téléphone, télécopieur ou courriel);
- la CDS et les fournisseurs de services de post-marché à envisager de modifier leurs systèmes pour prolonger leurs horaires de traitement et accepter les opérations appariées le jour de l'opération plus tard dans la journée afin de permettre aux sociétés de réduire les délais et de mesurer précisément leur performance en matière d'appariement et de règlement des opérations institutionnelles.

De plus, nous avons indiqué que les fournisseurs de services d'appariement pourraient jouer un rôle important en rassemblant toutes les parties à l'appariement pour accélérer l'appariement des opérations

⁴⁸ L'obligation de règlement s'applique à toutes les opérations, et non pas uniquement aux opérations LCP/RCP. Elle ne mentionne pas expressément « trois jours », mais intègre les normes des OAR et des marchés en matière de délai de règlement.

⁴⁹ Voir l'instruction générale, aux paragraphes 2 et 3 de l'article 1.2.

⁵⁰ Appélées « parties à l'appariement » dans le Règlement 24-101. Voir les définitions à l'article 1 du règlement.

⁵¹ Voir l'instruction générale, au paragraphe 2 de l'article 1.2.

⁵² Voir le Rapport sur les RSRT, au par. 3.10. Voir aussi le Document de discussion 24-401, p. 29, et, plus récemment, l'Avis 24-312.

⁵³ Voir Omgeo, « Mitigating Operational Risk and Increasing Settlement Efficiency through Same Day Affirmation (SDA) », document de discussion sectoriel, octobre 2010 (le **document d'Omgeo**), p. 16 (note 13).

⁵⁴ Voir l'avis de 2010, p. 258.

institutionnelles. L'automatisation de l'ensemble du secteur et l'*interopérabilité* renforceraient l'efficacité et l'intégrité du processus de compensation et de règlement des titres, ce qui aurait pour effet d'améliorer la protection des investisseurs et la compétitivité internationale des marchés du Canada⁵⁵.

Étant donné le passage à un cycle de règlement de deux jours, les mesures susmentionnées sont plus importantes que jamais. Les participants au marché devront apporter des améliorations pour raccourcir leurs délais d'appariement des opérations institutionnelles et renforcer l'efficacité opérationnelle de leurs processus post-marché.

5.3.1 Affirmation le même jour

L'affirmation le même jour se produit lorsqu'une opération institutionnelle est confirmée et affirmée le jour de l'opération. Certains marchés étrangers et fournisseurs de services post-marché internationaux estiment qu'il est important d'améliorer le taux d'affirmation le même jour parce qu'il s'agit d'une condition préalable pour garantir que les défauts de règlement n'augmentent pas avec l'introduction d'un cycle de règlement de deux jours⁵⁶. L'affirmation le même jour contribue à accélérer le processus post-marché d'appariement et de règlement des opérations institutionnelles en compressant les étapes de la confirmation et de l'affirmation, ce qui donne plus de temps pour effectuer les répartitions, transmettre les instructions de règlement et corriger erreurs et décalages avant le règlement. En s'entendant sur les modalités de l'opération plus rapidement, il est possible de réduire le risque opérationnel, les coûts et les inefficiences. La vérification automatisée des opérations au moyen de systèmes électroniques locaux ou centraux d'appariement des modalités permet de procéder à la confirmation-affirmation en temps opportun et contribue à améliorer le taux d'affirmation le même jour⁵⁷.

Question 2 : Étant donné que les recherches internationales indiquent qu'il peut être important d'atteindre un taux d'affirmation le même jour supérieure à 90 % pour améliorer l'efficacité du règlement et réduire les taux de défauts de règlement⁵⁸, l'augmentation des taux d'affirmation sur les marchés canadiens est-elle une importante condition préalable pour la transition vers un cycle de règlement de deux jours?

Question 3 : L'augmentation de l'automatisation des processus de confirmation et d'affirmation des opérations est-elle essentielle pour améliorer les taux d'affirmation le même jour? Veuillez motiver votre réponse.

5.3.2 Accélération des répartitions et de l'appariement des instructions de règlement

L'introduction d'un cycle de règlement de deux jours nécessitera une communication plus rigoureuse et plus rapide des répartitions et des instructions de règlement. De manière générale, nous nous attendons à une amélioration des taux d'appariement des opérations institutionnelles à midi le premier jour après l'opération. L'Annexe B contient davantage d'information sur les taux actuels d'appariement des opérations institutionnelles.

Question 4 : Quelles mesures les parties à l'appariement devraient-elles prendre pour accélérer la communication des répartitions et des instructions de règlement dans un cycle de règlement de deux jours?

6. Nouvelles mesures possibles pour gérer le risque de non-règlement

Étant donné le passage à un cycle de règlement de deux jours, les ACVM estiment qu'il conviendrait d'établir à ce stade si de nouvelles mesures de discipline en matière de règlement sont nécessaires pour atténuer le risque d'augmentation des défauts de règlement. Nous abordons ci-après plusieurs mesures supplémentaires pour prévenir ou gérer ces défauts. Certaines d'entre elles existent aussi dans d'autres territoires, comme les États-Unis, l'Europe et l'Australie.

Nous soulignons que nous ne proposons pas d'adopter ces mesures ou d'en exiger l'adoption pour le moment. Nous pourrions toutefois envisager d'en adopter certaines ou d'en exiger l'adoption à l'issue du présent processus de consultation. Les intervenants qui estiment que le régime actuel de discipline en matière de règlement n'est pas adéquat pour favoriser le règlement en temps opportun et l'efficacité du

⁵⁵ Voir l'avis de 2009, p. 219. Voir aussi le Document de discussion 24-401, p. 10, sur la question de l'*interopérabilité*.

⁵⁶ Document de l'ASX, p. 10, citant le document d'Omgeo, lequel conclut qu'il existe une corrélation directe entre l'affirmation le même jour et le raccourcissement des cycles de règlement, et que l'affirmation le même jour augmente l'efficacité du règlement.

⁵⁷ *Ibid.* Le mécanisme centralisé de vérification et d'appariement des opérations offert par un fournisseur de services d'appariement permet d'apparier les opérations automatiquement dans des délais réduits, sans que les parties à l'appariement aient besoin de passer par les étapes séquentielles habituelles d'un processus local de vérification.

⁵⁸ Voir le document de l'ASX, p. 10, qui cite le document d'Omgeo.

marché dans un cycle de règlement de deux jours devraient indiquer toute mesure qui, selon eux, profiterait à nos marchés. Nous leur demandons, s'ils se prononcent sur la pertinence des mesures, d'indiquer les motifs de leurs conclusions et de décrire les avantages et les coûts potentiels pour les marchés.

6.1 Possibles modifications des règles sur l'appariement des opérations institutionnelles

Garantir le traitement direct à toutes les étapes du traitement des opérations permettra d'accélérer l'appariement des opérations institutionnelles et d'améliorer l'exactitude, deux conditions préalables essentielles pour prévenir les défauts de règlement dans un cycle de règlement de deux jours. La modification d'une ou de plusieurs dispositions du Règlement 24-101 pourrait contribuer à atteindre cet objectif. Par exemple, le règlement pourrait obliger les courtiers et conseillers inscrits à se doter de politiques et des procédures d'appariement des opérations institutionnelles conçues pour appairer les opérations LCP/RCP au plus tard à minuit le jour de l'opération au lieu de midi le premier jour après l'opération, ce qui le ramènerait à son heure limite cible originale. Il serait également possible de modifier le seuil d'appariement des opérations institutionnelles pour obliger la société inscrite à établir et à déposer un rapport sur les anomalies si elle n'atteint pas un seuil d'appariement de 95 % (au lieu de 90 %) des opérations, en valeur et en volume, à midi le premier jour après l'opération pendant un trimestre civil.

Question 5 : Faudrait-il modifier l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles afin que les politiques et procédures d'appariement des opérations institutionnelles des courtiers et conseillers inscrits soient conçues pour appairer les opérations LCP/RCP au plus tard à minuit le jour de l'opération au lieu de midi le premier jour après l'opération? Veuillez motiver votre réponse. Si vous estimez qu'il faut modifier l'heure limite, mais sans la ramener à minuit le jour de l'opération, veuillez indiquer comment modifier le règlement.

Question 6 : Faudrait-il plutôt modifier le seuil d'appariement des opérations institutionnelles pour que la société inscrite soit tenue d'établir et de déposer un rapport sur les anomalies si elle n'atteint pas un seuil d'appariement de 95 % (au lieu de 90 %) des opérations, en valeur et en volume, à midi le premier jour après l'opération pendant un trimestre civil? Veuillez motiver votre réponse. Si vous estimez qu'il faut modifier le seuil, mais sans le porter à 95 %, veuillez indiquer comment modifier le règlement.

Question 7 : Pourrait-on prendre d'autres mesures préréglément pour encourager la confirmation et l'affirmation rapides des opérations et la communication des répartitions et des instructions de règlement par les parties à l'appariement? Dans l'affirmative, veuillez en fournir une description détaillée.

Comme nous l'indiquons dans l'avis de consultation, nous proposons d'abroger les dispositions du Règlement 24-101 qui reportent l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles à midi le deuxième jour après l'opération pour les opérations non nord-américaines. Étant donné le passage à un cycle de règlement standard de deux jours, nous estimons que ces dispositions ne sont plus nécessaires. L'heure limite reportée à midi le deuxième jour après l'opération pour les opérations non nord-américaines ne donne pas suffisamment de temps pour résoudre les problèmes et éviter les transactions échouées; les parties doivent plutôt devancer l'échéance en appariant le premier jour après l'opération, sans égard à la nature transfrontalière de l'opération, de façon à avoir le temps de résoudre les problèmes et d'éviter les transactions échouées. Nous n'ignorons pas qu'il est compliqué d'effectuer des opérations sur les marchés mondiaux en raison des retards dans les communications, des enjeux structureaux, des différences entre les monnaies, des décalages entre les cycles de règlements internationaux et des problèmes liés aux fuseaux horaires. Cependant, le passage à un cycle de règlement de deux jours alignera le cycle du Canada sur celui de la plupart des grands marchés étrangers, dont les États-Unis et l'Europe. Plusieurs difficultés liées aux investissements étrangers et aux opérations transfrontalières perdureront, de sorte que les participants au marché devront réviser leur fonctionnement interne et adapter leurs politiques et procédures d'appariement des opérations institutionnelles en conséquence pour respecter l'heure limite de midi le premier jour après l'opération, tout comme ils devront adapter leurs politiques et procédures pour respecter le cycle de règlement standard de deux jours des États-Unis, d'Europe et d'autres territoires.

6.2 Possible modification de l'obligation de règlement

En 2004, les ACVM ont demandé si elles devraient imposer un cycle de règlement de trois jours⁵⁹. Le projet initial de Règlement 24-101 contenait des dispositions obligeant le courtier qui exécute une opération sur titres admissibles au dépôt à prendre « toutes les mesures nécessaires pour la régler au plus tard le troisième jour après l'opération »⁶⁰. Nous avons indiqué que, même si les règles actuelles des OAR et des bourses imposaient déjà un cycle de règlement standard de trois jours pour les titres de capitaux propres et de créance à long terme, une règle générale prévoyant un cycle de règlement de trois jours dans la législation provinciale en valeurs mobilières renforcerait le système de compensation et de règlement au Canada.

Toutefois, la majorité des intervenants estimaient que les ACVM ne devraient pas imposer un cycle de règlement de trois jours⁶¹. Nous avons plutôt inclus dans la version définitive du Règlement 24-101 l'obligation de règlement actuelle, fondée sur des principes, en vertu de laquelle les courtiers inscrits doivent établir, conserver et appliquer des politiques et des procédures conçues pour faciliter le règlement des opérations au plus tard à la « date de règlement standard » prescrite par les règles des OAR et des marchés.

L'obligation de respecter un cycle de règlement de deux jours serait cohérente avec la Rule 15c6-1 de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis⁶² et le règlement sur les DCT de l'Union européenne qui prévoit un tel cycle⁶³.

Question 8 : Faudrait-il modifier l'obligation de règlement fondée sur des principes actuellement prévue par le Règlement 24-101 en exigeant un cycle de règlement de deux jours? Veuillez motiver votre réponse.

6.3 Possibles mécanismes pour contrer les défauts de règlement

Plusieurs territoires étrangers ont instauré des « pénalités » en cas de défaut de règlement ou proposé de le faire pour inciter les participants qui causent des défauts à les résoudre sans tarder. Ces pénalités sont des moyens incitatifs (ou dissuasifs) pécuniaires visant à régler à temps ou à résoudre les défauts rapidement (il s'agit, par exemple, d'amendes ou d'intérêts). Elles peuvent être explicites (par exemple, prévues par les règles d'un OAR ou d'une chambre de compensation) ou implicites (par exemple, adoptées à titre de pratique du marché par le secteur). L'expérience internationale indique que l'introduction d'une pénalité minimale a un effet dissuasif sur les défauts de règlement⁶⁴.

Par exemple, en vertu du règlement sur les DCT, les autorités de l'Union européenne (UE) proposent d'exiger que les dépositaires centraux de titres (DCT) établissent des procédures imposant une pénalité financière aux participants qui causent des défauts⁶⁵. La pénalité est calculée quotidiennement, chaque jour ouvrable où une opération demeure non réglée après sa « date de règlement prévue » (généralement, le deuxième jour après l'opération) et jusqu'à la date de règlement véritable ou à la fin du processus de rachat d'office prévu par ce règlement. Les détails de la mise en œuvre de cette pénalité et des procédures de traitement connexes ne sont pas encore finalisés.

⁵⁹ Voir le Document de discussion 24-401, p. 37.

⁶⁰ Voir la partie 5 du règlement publié le 21 mai 2004 avec l'Avis de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Projet de Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, projet d'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations et Document de discussion 24-401 sur le traitement direct*, supplément au Bulletin de l'Autorité de marchés financiers, Vol. 1, n°16, au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bulletin/supplements/v01n16s00.pdf>.

⁶¹ Voir l'Avis 24-301 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Réponses aux commentaires reçus sur le Document de discussion 24-401 sur le traitement direct, le projet de Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, et le projet d'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations*, supplément au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 11 février 2005, Vol. 2, n° 6, p. 8, au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bulletin/supplements/v02n06s00.pdf>.

⁶² 17 CFR 240.15c6-1 – Settlement cycle. Cette règle interdit au courtier d'acheter ou de vendre ou de conclure un contrat en vue d'acheter ou de vendre un titre qui prévoit le versement de fonds et la livraison de titres plus de trois jours ouvrables après la date du contrat, sauf entente expresse des parties au moment de l'opération. La SEC entend la modifier pour exiger le règlement au plus tard deux jours après l'opération. Voir la lettre de la présidente de la SEC au secteur américain en date du 16 septembre 2015, au <http://www.ust2.com/news/sec-endorsements/>.

⁶³ Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012 (le **règlement sur les DCT**).

⁶⁴ Voir Banque du Canada, « Le financement par titres et la liquidité du marché obligataire », *Revue du système financier*, juin 2016, p. 49, au <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2016/06/rsf-juin2016-fontaine.pdf>.

⁶⁵ Voir le règlement sur les DCT, Article 7 – Mesures destinées à remédier aux défauts de règlement.

En Australie, en vertu du régime de discipline en matière de règlement établi par la bourse ASX, les participants qui ne livrent pas les titres à la date de règlement prévue se voient imposer une amende quotidienne⁶⁶, actuellement fixée à 0,1 % de la valeur de l'opération non réglée avec un plancher de 100 \$A et un plafond de 5 000 \$A. L'ASX n'a pas proposé d'augmenter les pénalités financières lors de l'introduction d'un cycle de règlement de deux jours.

Afin d'encourager la livraison rapide des titres d'État et d'organismes gouvernementaux aux États-Unis, la contrepartie centrale perçoit, dans les opérations sur titres à revenu fixe, des intérêts au taux annuel de 3 % sur la valeur de règlement en cas de défaut de livraison (moins le taux cible sur les fonds déposés à la Réserve fédérale en vigueur le jour précédant la date de règlement)⁶⁷.

En outre, plusieurs territoires étrangers ont des procédures de dénouement (ou de rachat d'office forcé) en vertu desquelles le participant défaillant doit remédier à la transaction échouée le plus rapidement possible.

En Australie, les règles d'appariement de l'ASX obligent tout participant à combler les déficits qui subsistent après un règlement par lots le cinquième jour après l'opération en achetant ou en empruntant les titres nécessaires⁶⁸. Avec l'introduction d'un cycle de règlement de deux jours, l'ASX propose de modifier ses règles en abrégant aussi d'un jour ouvrable l'échéancier de la discipline en matière de règlement, de sorte que des pénalités financières seront imposées en cas de défaut de règlement deux jours après l'opération et que l'obligation de dénouement automatique s'appliquerait si des déficits subsistent après un règlement par lots, le quatrième jour après l'opération.

Aux États-Unis, la Rule 204 de la SEC oblige également les courtiers participants d'une chambre de compensation inscrite à prendre des mesures pour dénouer tout défaut de livraison de positions⁶⁹. En vertu de cette règle, le dénouement nécessite que les courtiers acquièrent ou empruntent la même sorte et la même quantité de titres. Dans les ventes à découvert, les participants doivent dénouer tout défaut de livraison au plus tard au début des heures de négociation habituelles le jour de règlement suivant la date de règlement (ce délai actuellement fixé au quatrième jour après l'opération passera au troisième jour dans un cycle de règlement de deux jours). Pour les autres opérations, dont celles qui sont attribuables à des activités légitimes de tenue de marché, tout défaut de livraison doit être dénoué au plus tard au début des heures de négociation habituelles le troisième jour de règlement consécutif suivant la date de règlement (ce délai actuellement fixé au sixième jour après l'opération passera au cinquième jour dans un cycle de règlement de deux jours)⁷⁰.

En Europe, en vertu du règlement sur les DCT, les autorités de l'UE proposent d'exiger que les contreparties centrales, les DCT ou les places de négociation instaurent une procédure de rachat d'office forcé pour défaut de règlement de nombreux types d'opérations sur titres, qui serait généralement lancée dans un certain délai suivant la date de règlement convenue⁷¹. Ce délai dépendrait du type d'actif et de la liquidité des titres en cause. Il serait, par exemple, de quatre jours pour les titres liquides, de sept jours pour les titres non liquides et de 15 jours pour les opérations sur le marché de croissance des PME.

Question 9 : le régime de discipline en matière de règlement en vigueur au Canada suffit-il à résoudre les défauts de règlement rapidement ou faut-il instaurer d'autres mécanismes?

- **Le cas échéant, quels devraient être ces mécanismes?**
- **À quels types d'opérations, de titres ou de marchés ces mécanismes devraient-ils s'appliquer?**
- **Comment déterminer s'il y a défaut de règlement ou définir tel défaut pour l'application de ces mécanismes?**

⁶⁶ Voir le document de l'ASX, p. 13.

⁶⁷ Voir les documents suivants publiés par le Treasury Market Practices Group (TMPG) et révisés en février 2016 : *U.S. Treasury Securities Fails Charge Trading Practice* et *Agency Debt and Agency Mortgage-Backed Securities Fails Charge Trading Practice* sur le site Web de la Réserve fédérale de New York, au <https://www.newyorkfed.org/tmpg/about.html>. Le TMPG se compose de hauts dirigeants, de juristes et de spécialistes de la conformité issus de diverses institutions, notamment des courtiers en valeurs, des banques, des investisseurs institutionnels et des fournisseurs de services sur le marché, et il est parrainé par la Réserve fédérale de New York. La contrepartie centrale américaine pour les opérations sur titres à revenu fixe est la Fixed Income Clearing Corporation, filiale en propriété exclusive de DTCC.

⁶⁸ Document de l'ASX, p. 13.

⁶⁹ 17 CFR 242.204 – Close-out requirement.

⁷⁰ Si la position n'est pas liquidée, le courtier et tout courtier pour lequel il compense des opérations (par exemple, un courtier remisier) ne peut effectuer d'autres ventes à découvert sur ce titre sans l'emprunter ou conclure une convention légitime pour l'emprunter (ce qui s'appelle l'« obligation d'emprunt préalable ») jusqu'à ce qu'il acquière des actions pour liquider la position et que l'achat soit compensé et réglé.

⁷¹ Voir le règlement sur les DCT, Article 7 – Mesures destinées à remédier aux défauts de règlement.

- **Qui devrait établir et gérer ces mécanismes (par exemple, un OAR, une chambre de compensation ou un membre des ACVM)?**

6.4 *Autres entraves potentielles au règlement des opérations en temps opportun*

Nous souhaitons savoir si les intervenants estiment que d'autres aspects de la chaîne de compensation et de règlement des titres qui n'ont pas été abordés ci-dessus pourraient entraîner des retards empêchant de respecter la date limite de règlement de deux jours. Il importe qu'ils indiquent les maillons faibles pour que les autorités de réglementation puissent établir si des mesures supplémentaires de discipline en matière de règlement sont nécessaires⁷². Par exemple, nous souhaitons savoir si les services ou systèmes actuellement utilisés par les investisseurs, les émetteurs ou les autres participants au marché pour la compensation et le règlement des opérations sur titres, le maintien des comptes de titres et la garde des titres risquent de ne pas permettre de ramener le cycle de règlement à deux jours. Les raisons pourraient varier. Les services ou systèmes pourraient notamment dépendre excessivement de processus manuels et ne pas être suffisamment automatisés.

Question 10 : D'autres aspects de la chaîne de traitement des opérations sur titres pourraient-ils entraîner des retards empêchant de respecter la date limite de règlement de deux jours? Dans l'affirmative, veuillez les décrire et indiquer les mesures supplémentaires de discipline en matière de règlement qui pourraient être prises. Veuillez décrire ces mesures de façon raisonnablement détaillée.

⁷² L'analyse des technologies émergentes, comme les chaînes de blocs et les registres distribués, qui ont le potentiel de transformer radicalement les processus et systèmes actuels de compensation et de règlement, dépasse du cadre de la présente consultation.

Conclusion

Dans le présent document de consultation, nous décrivons brièvement les efforts que le secteur canadien des valeurs mobilières déploie pour se préparer au raccourcissement du cycle de règlement standard de trois à deux jours. Le passage à ce cycle raccourci devrait se produire le 5 septembre 2017, au même moment que sur les marchés des États-Unis. Nous faisons un survol des mesures de discipline en matière de règlement qui existent sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres et de créance.

Le document de consultation soulève certaines considérations réglementaires pour réduire le risque que la transition à un cycle de règlement standard de deux jours n'augmente les défauts de règlement sur nos marchés. Nous souhaitons que les intervenants nous disent si, selon eux, les mécanismes actuels de gestion du risque de non-règlement continueront d'offrir les incitatifs appropriés pour favoriser le règlement en temps opportun et l'efficacité du marché dans un cycle de règlement de deux jours. Compte tenu du passage à ce cycle, il pourrait être prudent d'envisager de nouvelles mesures ou d'en exiger l'adoption pour renforcer le régime de discipline en matière de règlement et ainsi réduire le risque d'augmentation des défauts de règlement.

Nous souhaitons recueillir des commentaires sur tout aspect du présent document de consultation et obtenir des réponses aux questions suivantes :

Question 1 : Selon vous, le régime actuel de discipline en matière de règlement est-il adéquat pour favoriser le règlement en temps opportun et l'efficacité du marché dans un cycle de règlement de deux jours? Veuillez motiver votre réponse et notamment fournir, le cas échéant, une analyse quantitative à l'appui.

Question 2 : Étant donné que les recherches internationales indiquent qu'il peut être important d'atteindre un taux d'affirmation le même jour supérieur à 90 % pour améliorer l'efficacité du règlement et réduire les taux de défauts de règlement, l'augmentation des taux d'affirmation sur les marchés canadiens est-elle une importante condition préalable pour la transition vers un cycle de règlement de deux jours?

Question 3 : L'augmentation de l'automatisation des processus de confirmation et d'affirmation des opérations est-elle essentielle pour améliorer le taux d'affirmation le même jour? Veuillez motiver votre réponse.

Question 4 : Quelles mesures les parties à l'appariement devraient-elles prendre pour accélérer la communication des répartitions et des instructions de règlement dans un cycle de règlement de deux jours?

Question 5 : Faudrait-il modifier l'heure limite d'appariement des opérations institutionnelles afin que les politiques et procédures d'appariement des opérations institutionnelles des courtiers et conseillers inscrits soient conçues pour apparier les opérations LCP/RCP au plus tard à minuit le jour de l'opération au lieu de midi le premier jour après l'opération? Veuillez motiver votre réponse. Si vous estimez qu'il faut modifier l'heure limite, mais sans la ramener à minuit le jour de l'opération, veuillez indiquer comment modifier le règlement.

Question 6 : Faudrait-il plutôt modifier le seuil d'appariement des opérations institutionnelles pour que la société inscrite soit tenue d'établir et de déposer un rapport sur les anomalies si elle n'atteint pas un seuil d'appariement de 95 % (au lieu de 90 %) des opérations, en valeur et en volume, à midi le premier jour après l'opération pendant un trimestre civil? Veuillez motiver votre réponse. Si vous estimez qu'il faut modifier le seuil, mais sans le porter à 95 %, veuillez indiquer comment modifier le règlement.

Question 7 : Pourrait-on prendre d'autres mesures prérèglement pour encourager la confirmation et l'affirmation rapides des opérations et la communication des répartitions et des instructions de règlement par les parties à l'appariement? Dans l'affirmative, veuillez en fournir une description détaillée.

Question 8 : Faudrait-il modifier l'obligation de règlement fondée sur des principes actuellement prévue par le Règlement 24-101 en exigeant un cycle de règlement de deux jours? Veuillez motiver votre réponse.

Question 9 : le régime de discipline en matière de règlement en vigueur au Canada suffit-il à résoudre les défauts de règlement rapidement ou faut-il instaurer d'autres mécanismes?

- Le cas échéant, quels devraient être ces mécanismes?
- À quels types d'opérations, de titres ou de marchés ces mécanismes devraient-ils s'appliquer?
- Comment déterminer s'il y a défaut de règlement ou définir un tel défaut pour l'application de ces mécanismes?
- Qui devrait établir et gérer ces mécanismes (par exemple, un OAR, une chambre de compensation ou un membre des ACVM)?

Question 10 : D'autres aspects de la chaîne de traitement des opérations sur titres pourraient-ils entraîner des retards empêchant de respecter la date limite de règlement de deux jours? Dans l'affirmative, veuillez les décrire et indiquer les mesures supplémentaires de discipline en matière de règlement qui pourraient être prises. Veuillez décrire ces mesures de façon raisonnablement détaillée.

ANNEXE A

Taux globaux de transactions échouées selon le RNC

La CDS totalise les défauts de livraison dans son système RNC en fonction de la valeur totale des titres qui ne sont pas réglés le troisième jour après l'opération. Elle agit comme contrepartie centrale pour chaque opération traitée par ce système (généralement, la plupart des opérations sur titres de capitaux propres sur les marchés). Dans ce système, les acquisitions et ventes quotidiennes de titres de chaque participant sont, selon le jour de l'opération, compensées automatiquement comme une seule position acheteur (droit de recevoir des titres de la CDS) ou une seule position vendeur (obligation de livrer des titres à la CDS) pour chaque émission achetée et vendue.

Lorsqu'un participant au RNC ne livre pas les titres à la CDS le troisième jour après l'opération, il y a défaut de livraison. Plusieurs participants au RNC pourraient détenir une position vendeur à un moment donné et ne pas livrer le troisième jour après l'opération. Tous les défauts de livraison sur une émission de titres en particulier à une date donnée sont un chiffre cumulatif des défauts précédents et des nouveaux défauts qui surviennent à cette date, déduction faite des défauts réglés à cette date. Ce chiffre ne représente pas les défauts quotidiens, mais regroupe les nouveaux défauts à la date de déclaration et les défauts existants. Autrement dit, il s'agit du total des défauts à un moment donné (le système RNC ne tient pas compte de la durée des défauts de livraison non corrigés).

La valeur totale des défauts de livraison accumulés à une date donnée dans le système RNC est alors comparée à la valeur totale de l'ensemble des opérations réglées dans celui-ci à la « date de valeur ». La valeur des transactions admissibles au RNC est décalée de trois jours de sorte que les données de la date de la transaction sont appariées aux défauts associés à cette date le troisième jour après l'opération. Afin de « pallier » les effets de l'échec d'une transaction individuelle visant un bloc important ou des niveaux inhabituels d'activité de négociation (par exemple les jours de bourse sur les marchés canadiens alors que les marchés aux États-Unis sont fermés), CDS calcule des moyennes mobiles sur 20 jours pour les deux mesures.

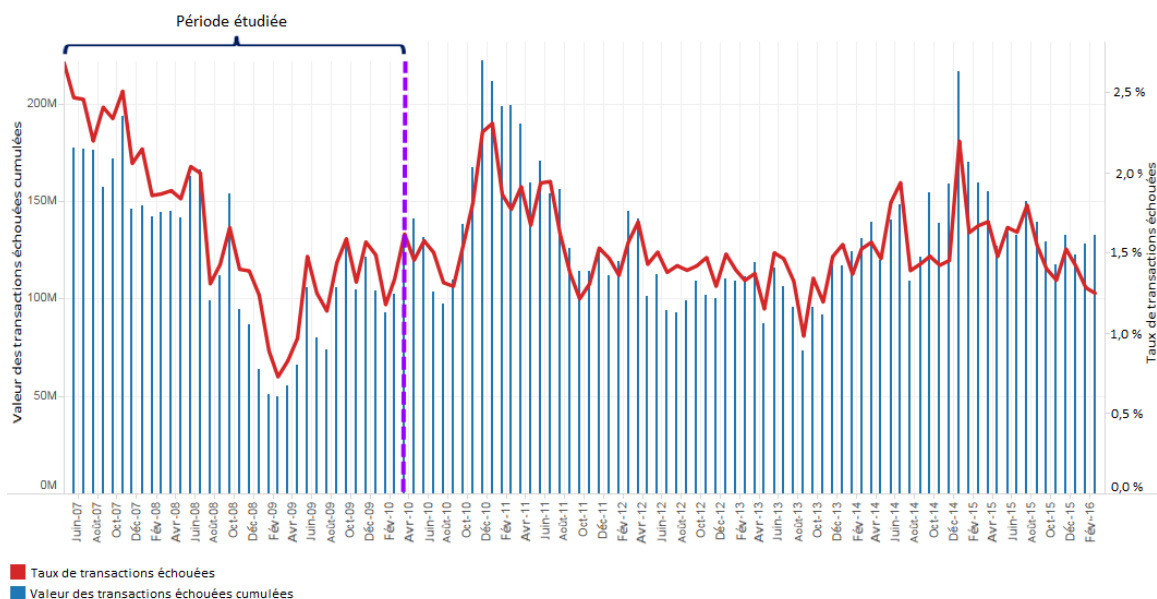
Au moyen des données sur les transactions échouées selon le RNC fournies par la CDS, le personnel de la CVMO a compilé l'information nécessaire pour créer le graphique A-1 et le tableau A-1, ci-dessous, qui comptabilisent le total quotidien de ces transactions du 1^{er} mai 2007 au 31 mars 2016. Une partie de cette période, de mai 2007 à avril 2010 (la **période étudiée**), a été analysée par l'OCRCVM dans un rapport de février 2011 intitulé *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées – Pour la période du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010 (l'étude de l'OCRCVM sur les tendances)*⁷³. Dans l'ensemble, au cours de la période étudiée, l'OCRCVM a constaté une tendance générale à la baisse de la valeur des transactions échouées cumulées en pourcentage de la valeur totale des opérations traitées par le RNC, à l'exception d'une « augmentation » en septembre 2008, pendant la crise financière⁷⁴. Selon l'OCRCVM, la baisse pourrait être attribuable à deux facteurs :

- un déclin général de la durée pendant laquelle une transaction « échouée » demeure en circulation;
- un déclin général du taux des échecs des transactions.

⁷³ On peut consulter l'étude de l'OCRCVM sur les tendances au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2011/cee8bc8c-a639-44de-bcfc-f2e499676f43_fr.pdf.

⁷⁴ Voir l'étude de l'OCRCVM sur les tendances, p. 33. Selon l'OCRCVM, cette augmentation était due à « la faillite d'un important courtier en placement américain qui était la contrepartie en bout de ligne pour un volume important de transactions ».

Graphique A-1 – Taux quotidien de transactions échouées selon le RNC



À compter du 1^{er} mai 2010 (c'est-à-dire après la fin de la période étudiée) la tendance à la baisse du taux d'échec selon le RNC semble s'atténuer, les transactions échouées cumulées restant relativement stables et généralement inférieures à 2 % de la valeur totale des opérations traitées par le RNC⁷⁵. Le nombre total moyen d'échecs selon le RNC du 1^{er} mai 2007 au 31 mars 2016 est de 1,58 %. Voir le tableau A-1, ci-dessous.

Si les données du RNC sur les échecs ne fournissent pas d'information sur les causes de ces derniers, les études précédentes de l'OCRCVM ont conclu que « la cause principale des transactions échouées était le retard ou l'erreur d'ordre administratif »⁷⁶. Bien que les données n'indiquent pas si une transaction échouée à une chambre de compensation (c'est-à-dire un défaut de livraison causé par un participant direct de celle-ci) est causé par un échec correspondant du courtier ou du dépositaire, il est probable que de nombreux défauts de règlement des opérations aux chambres de compensation résultent directement ou indirectement d'échecs dans les comptes sous-jacents tenus à un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires.

En ce qui concerne les taux moyens de transactions échouées dans les marchés étrangers, ces derniers appliquent diverses méthodes de calcul, de sorte qu'il est difficile de faire des comparaisons avec eux. L'étude de l'OCRCVM sur les tendances contient une brève analyse comparative avec les transactions échouées aux États-Unis. En s'appuyant sur de l'information de l'Office of Economic Analysis de la SEC⁷⁷, l'OCRCVM indique que « les taux d'échec aux États-Unis peuvent encore se situer à un niveau quelque peu supérieur au Canada après avoir tenu compte des différences de taille des marchés respectifs »⁷⁸.

⁷⁵ Il y a cependant des exceptions : il semblerait aussi que certaines augmentations inexplicables, mais temporaires des défauts de livraison se soient produites fin 2010 et début 2011 ainsi que début 2015 lorsque le taux d'échec a dépassé 2 %.

⁷⁶ Voir l'étude de l'OCRCVM sur les tendances, p. 6 et 7.

⁷⁷ Voir Office of Economic Analysis, *Impact of recent SHO Rule Changes on Fails to Deliver* (16 avril 2009). On peut consulter une version révisée de ce document datée du 4 novembre 2009 à l'adresse suivante : <https://www.sec.gov/spotlight/shortsales/oeamemo110409.pdf>.

⁷⁸ Il est intéressant de constater qu'en Australie, le taux de défaut de règlement pour les titres de capitaux propres est extrêmement faible, la moyenne quotidienne s'établissant à 0,339 % pour le trimestre terminé en décembre 2013. Voir le document de l'ASX, p. 13. On ne sait pas si le pourcentage est calculé en fonction du nombre ou de la valeur des titres qui ne sont pas réglés à temps. L'ASX indique que le haut niveau d'efficacité du règlement en Australie est démontré par le taux de règlement quotidien de 99,7 % et le fait que 77,8 % des règlements non effectués dans un délai de trois jours le sont après quatre jours. Quatre-vingt-treize pour cent des règlements échoués dans un délai de trois jours pendant le quatrième trimestre 2013 concernaient des titres ne figurant pas dans la liste de 50 principaux de l'ASX.

Tableau A-1 – Valeur des transactions échouées cumulées selon le RNC

Tableau A-1 – Valeur des transactions échouées cumulées			
Mois	Moyenne mobile sur 20 jours		Valeur des transactions échouées cumulées en % de la valeur des transactions
	de la valeur des transactions admissibles au règlement net continu	de la valeur des transactions échouées cumulées	
Mai-07	7 072 864 788 \$	190 530 817 \$	2,69 %
Juin-07	7 175 899 218 \$	177 079 299 \$	2,47 %
Juil-07	7 186 423 091 \$	176 816 985 \$	2,46 %
Août-07	8 016 228 401 \$	176 485 419 \$	2,20 %
Sep-07	6 523 189 147 \$	157 141 611 \$	2,41 %
Oct-07	7 349 209 434 \$	171 706 634 \$	2,34 %
Nov-07	7 714 020 926 \$	193 563 475 \$	2,51 %
Déc-07	7 063 445 146 \$	145 759 967 \$	2,06 %
Jan-08	6 884 294 114 \$	147 751 865 \$	2,15 %
Fév-08	7 629 710 520 \$	141 827 181 \$	1,86 %
Mar-08	7 723 931 327 \$	144 401 989 \$	1,87 %
Avr-08	7 683 901 472 \$	144 996 218 \$	1,89 %
Mai-08	7 695 119 932 \$	141 500 208 \$	1,84 %
Juin-08	7 990 506 163 \$	163 049 106 \$	2,04 %
Juil-08	8 300 632 652 \$	165 949 115 \$	2,00 %
Août-08	7 566 027 689 \$	98 967 891 \$	1,31 %
Sep-08	7 765 134 588 \$	111 699 872 \$	1,43 %
Oct-08	9 265 502 773 \$	153 736 905 \$	1,66 %
Nov-08	6 730 676 331 \$	94 520 509 \$	1,40 %
Déc-08	6 242 704 936 \$	86 917 132 \$	1,39 %
Jan-09	5 140 145 092 \$	63 994 026 \$	1,24 %
Fév-09	5 712 182 858 \$	50 783 628 \$	0,89 %
Mar-09	6 637 664 169 \$	50 053 832 \$	0,73 %
Avr-09	6 690 814 518 \$	55 662 309 \$	0,83 %
Mai-09	6 866 748 063 \$	66 107 911 \$	0,97 %
Juin-09	7 140 039 142 \$	105 592 566 \$	1,48 %
Juil-09	6 330 705 081 \$	80 248 484 \$	1,25 %
Août-09	6 524 151 799 \$	73 859 488 \$	1,14 %
Sep-09	7 499 492 432 \$	105 980 101 \$	1,44 %
Oct-09	8 010 051 153 \$	128 256 855 \$	1,59 %
Nov-09	7 867 282 950 \$	104 376 622 \$	1,32 %
Déc-09	7 755 872 818 \$	121 610 483 \$	1,57 %
Jan-10	7 015 269 830 \$	104 335 029 \$	1,49 %
Fév-10	7 854 569 053 \$	92 934 069 \$	1,18 %
Mar-10	7 673 630 354 \$	102 195 128 \$	1,34 %
Avr-10	8 228 071 445 \$	133 018 447 \$	1,62 %
Mai-10	9 680 483 463 \$	141 053 179 \$	1,46 %
Juin-10	8 332 890 633 \$	131 457 722 \$	1,58 %
Juil-10	6 863 386 601 \$	103 316 906 \$	1,51 %
Août-10	7 400 363 281 \$	97 441 461 \$	1,32 %
Sep-10	8 486 406 274 \$	109 836 461 \$	1,29 %
Oct-10	8 942 465 332 \$	138 031 677 \$	1,54 %
Nov-10	9 216 966 639 \$	167 228 840 \$	1,81 %
Déc-10	9 847 801 045 \$	222 187 757 \$	2,26 %
Jan-11	9 161 265 959 \$	211 598 802 \$	2,31 %
Fév-11	10 649 798 759 \$	198 685 634 \$	1,87 %
Mar-11	11 221 033 494 \$	199 034 117 \$	1,77 %
Avr-11	9 905 815 097 \$	189 657 100 \$	1,91 %
Mai-11	9 504 509 917 \$	159 198 189 \$	1,67 %
Juin-11	8 814 514 979 \$	170 858 690 \$	1,94 %
Juil-11	7 906 422 785 \$	153 942 946 \$	1,95 %
Août-11	9 645 711 225 \$	156 234 934 \$	1,62 %
Sep-11	9 136 409 948 \$	125 736 996 \$	1,38 %
Oct-11	9 379 516 927 \$	114 059 066 \$	1,22 %
Nov-11	8 731 360 061 \$	114 310 999 \$	1,31 %
Déc-11	8 209 229 504 \$	125 748 021 \$	1,53 %

Tableau A-1 – Valeur des transactions échouées cumulées			
Mois	Moyenne mobile sur 20 jours		Valeur des transactions échouées cumulées en % de la valeur des transactions
	de la valeur des transactions admissibles au règlement net continu	de la valeur des transactions échouées cumulées	
Jan-12	7 627 146 676 \$	112 114 440 \$	1,47 %
Fév-12	8 752 801 479 \$	119 229 480 \$	1,36 %
Mar-12	9 254 526 183 \$	145 092 895 \$	1,57 %
Avr-12	8 326 839 455 \$	141 150 535 \$	1,70 %
Mai-12	7 060 215 801 \$	101 068 837 \$	1,43 %
Juin-12	7 472 308 216 \$	112 567 935 \$	1,51 %
Juil-12	6 793 008 979 \$	93 821 758 \$	1,38 %
Août-12	6 537 526 483 \$	92 989 892 \$	1,42 %
Sep-12	7 114 775 151 \$	99 175 350 \$	1,39 %
Oct-12	7 664 088 294 \$	108 878 215 \$	1,42 %
Nov-12	6 903 115 514 \$	101 685 366 \$	1,47 %
Déc-12	7 754 502 011 \$	100 380 386 \$	1,29 %
Jan-13	7 361 459 898 \$	110 013 649 \$	1,49 %
Fév-13	7 825 580 622 \$	109 151 397 \$	1,39 %
Mar-13	8 369 051 413 \$	111 398 558 \$	1,33 %
Avr-13	8 626 141 145 \$	118 459 809 \$	1,37 %
Mai-13	7 549 909 603 \$	87 034 523 \$	1,15 %
Juin-13	7 708 191 934 \$	115 808 064 \$	1,50 %
Juil-13	7 249 298 529 \$	106 239 613 \$	1,47 %
Août-13	7 222 839 903 \$	95 762 354 \$	1,33 %
Sep-13	7 467 273 049 \$	73 458 972 \$	0,98 %
Oct-13	7 134 066 435 \$	95 895 171 \$	1,34 %
Nov-13	7 647 258 002 \$	91 523 310 \$	1,20 %
Déc-13	7 899 019 895 \$	116 860 952 \$	1,48 %
Jan-14	7 520 037 956 \$	116 866 404 \$	1,55 %
Fév-14	9 068 268 939 \$	124 202 397 \$	1,37 %
Mar-14	8 584 955 918 \$	131 110 465 \$	1,53 %
Avr-14	8 883 557 953 \$	139 317 479 \$	1,57 %
Mai-14	8 164 086 538 \$	119 730 161 \$	1,47 %
Juin-14	7 722 030 302 \$	140 318 789 \$	1,82 %
Juil-14	7 657 546 131 \$	148 530 599 \$	1,94 %
Août-14	7 852 382 868 \$	109 286 911 \$	1,39 %
Sep-14	8 464 405 954 \$	121 268 376 \$	1,43 %
Oct-14	10 437 412 125 \$	154 583 284 \$	1,48 %
Nov-14	9 730 735 609 \$	138 721 246 \$	1,43 %
Déc-14	10 928 812 528 \$	159 046 647 \$	1,46 %
Jan-15	9 851 185 673 \$	216 597 828 \$	2,20 %
Fév-15	10 443 117 192 \$	170 100 474 \$	1,63 %
Mar-15	9 539 542 128 \$	159 427 943 \$	1,67 %
Avr-15	9 139 613 831 \$	155 047 935 \$	1,70 %
Mai-15	8 594 193 281 \$	127 206 751 \$	1,48 %
Juin-15	8 093 983 952 \$	134 392 981 \$	1,66 %
Juil-15	8 128 056 379 \$	132 644 452 \$	1,63 %
Août-15	8 339 300 943 \$	150 044 043 \$	1,80 %
Sep-15	8 960 875 588 \$	139 050 902 \$	1,55 %
Oct-15	9 226 858 931 \$	129 445 026 \$	1,40 %
Nov-15	8 798 002 637 \$	117 217 762 \$	1,33 %
Déc-15	8 687 635 347 \$	132 572 379 \$	1,53 %
Jan-16	8 611 974 623 \$	122 258 166 \$	1,42 %
Fév-16	9 970 479 116 \$	128 119 896 \$	1,28 %
Mar-16	10 618 968 915 \$	132 864 132 \$	1,25 %
Moyenne de la période	8 120 574 125 \$	128 623 977 \$	1,58 %

Source : CDS

ANNEXE B

Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles

Comme nous l'avons indiqué dans les avis précédents des ACVM, en 2008, 2009 et 2010,⁷⁹ nous estimons que, de 2004 à 2009, le Règlement 24-101 avait contribué à la résolution des problèmes de suivi de marché et de post-marché touchant l'appariement des opérations institutionnelles ainsi qu'à l'amélioration générale des processus et systèmes de règlement des opérations par les participants au marché. De nombreux processus ont été repensés et automatisés, ce qui a permis de réaliser des gains d'efficacité et de mettre en œuvre le traitement direct. De manière générale, les taux d'appariement des opérations institutionnelles le jour de l'opération et le premier jour après l'opération ont nettement augmenté d'avril 2004 à juin 2009⁸⁰. Plus précisément, le taux global d'appariement des opérations institutionnelles sur titres de capitaux propres et de créance à minuit le jour de l'opération est passé de 2,98 % en avril 2004 à 48,24 % en juin 2009, ce qui représente une augmentation de plus de 45 %. Le taux d'appariement des opérations institutionnelles à minuit le premier jour après l'opération s'est également amélioré de façon significative : il est passé de 47,14 % en avril 2004 à 90,85 % en juin 2009, ce qui représente une augmentation de près de 44 %. Qui plus est, le taux d'appariement des opérations institutionnelles à midi le premier jour après l'opération est passé de 61,89 % en juin 2007 (date à laquelle la CDS a commencé à le mesurer) à 85,18 % en juin 2009, ce qui représente une augmentation de plus de 23 % en deux ans. Nous avons aussi noté que le Règlement 24-101 peut avoir contribué à la baisse du taux de défaut de livraison au Canada depuis avril 2007, date de son entrée en vigueur⁸¹.

Nous avons publié avec l'avis de 2010 le *Rapport du personnel des ACVM sur la conformité du secteur au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles (l'analyse de 2010)*⁸². L'analyse de 2010 résumait notre examen des données sur l'appariement des opérations institutionnelles d'avril 2007 à décembre 2009 (la **période d'analyse initiale**). Nous avons constaté qu'en dépit des progrès constants réalisés par le secteur en vue d'atteindre la cible d'appariement des opérations institutionnelles pendant la période d'analyse initiale, bon nombre de participants au marché avaient atteint un plafond significatif dans leur capacité à respecter la cible vers la mi-2009. La tendance à la hausse du taux d'appariement des opérations institutionnelles à midi le premier jour après l'opération semblait avoir marqué une pause au cours des deux trimestres de cette année. Le pourcentage moyen des opérations saisies dans le système de la CDS à midi le premier jour après l'opération s'était maintenu autour de 90 %, et le pourcentage moyen des opérations appariées variait entre 80 % et 86 %, ce qui indiquait que les participants au marché avaient cessé d'investir dans l'amélioration de leurs politiques et procédures d'appariement des opérations institutionnelles ou que l'atteinte de la cible d'appariement était devenue secondaire. L'analyse de 2010 fournissait sous forme de tableau les taux (trimestriels) globaux d'appariement des opérations institutionnelles dans le secteur⁸³ et renfermait des graphiques⁸⁴ et des données indiquant les tendances du secteur en matière de taux d'appariement des opérations institutionnelles sur titres de capitaux propres et de créance.

Le personnel de la CVMO a poursuivi l'examen de ces données et mis à jour les graphiques et tableaux en prolongeant la période d'analyse initiale jusqu'à la fin de décembre 2015. Les graphiques B-1 et B-2 ainsi que les tableaux B-1 à B-3, ci-dessous, indiquent les taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles d'avril 2007 à décembre 2015. Selon les observations du personnel de la CVMO, les taux ont eu tendance à augmenter beaucoup plus lentement de janvier 2010 à décembre 2015 que pendant la période d'analyse initiale. Plus précisément, le taux global d'appariement des opérations institutionnelles a augmenté d'environ 5 % à midi le premier jour après l'opération pendant cette période.

Selon les données des tableaux B-2 et B-3, les taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles sur titres de créance semblent inférieurs à ceux des opérations sur titres de capitaux propres à midi le premier jour après l'opération. Actuellement, le taux d'appariement semble se maintenir sous le seuil de 90 % pour les opérations sur titres de créance, tandis qu'il atteint ou dépasse légèrement ce seuil pour les opérations sur titres de capitaux propres. Ces chiffres sont peut-être dus aux différences de traitement de ces opérations, puisque le traitement direct est utilisé davantage pour les opérations sur titres de capitaux propres que pour les opérations sur titres à revenu fixe, qui sont plus souvent traitées manuellement. Plus précisément, comme certaines modalités des opérations sur titres de créance ne sont pas toujours disponibles (par exemple, les numéros CUSIP pour les nouvelles émissions), les parties doivent les saisir manuellement, ce qui allonge le délai de traitement.

⁷⁹ Voir l'avis de 2008, l'avis de 2009 et l'avis de 2010.

⁸⁰ Le Règlement 24-101 a été publié pour consultation le 16 avril 2004 avec le Document de discussion 24-401. Comme il n'est entré en vigueur qu'en avril 2007, il est probable que la perspective de sa mise en œuvre a incité les participants au marché dès avril 2004 à mettre à niveau leurs systèmes, à améliorer leurs processus et à modifier leur comportement.

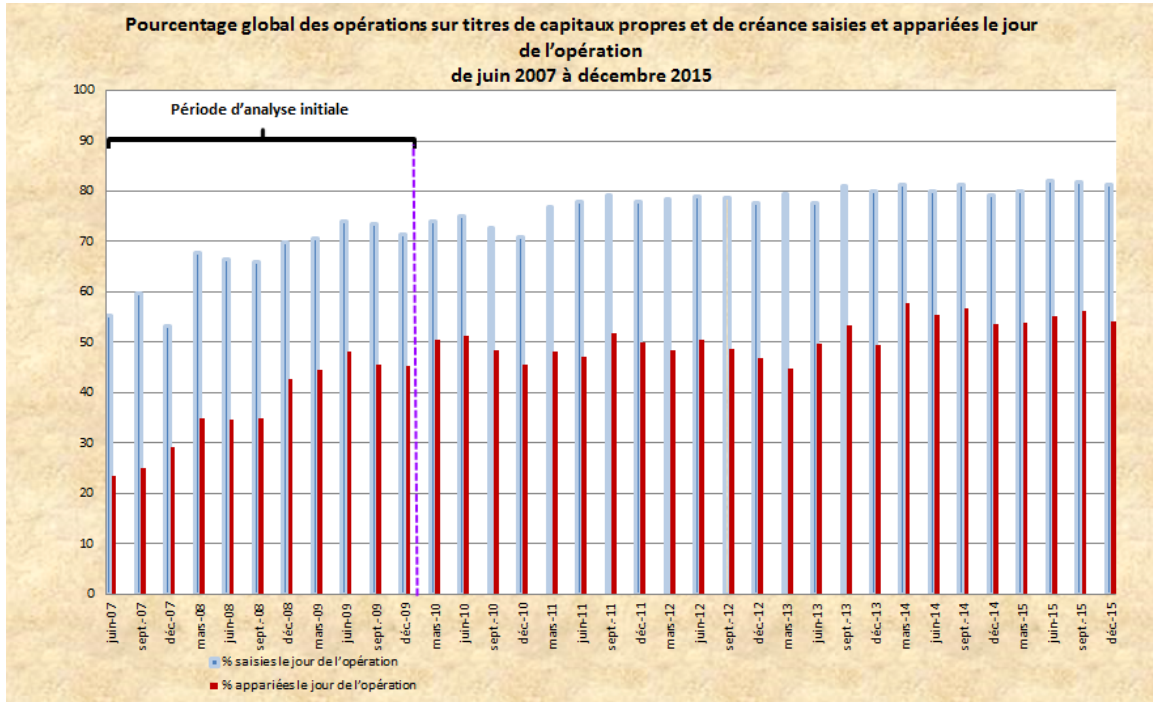
⁸¹ Voir l'avis de 2009, p. 219. L'OCRCVM partage cette opinion.

⁸² Voir l'avis de 2010, p. 258.

⁸³ Voir les tableaux A-1 à A-3 en annexe à l'analyse de 2010.

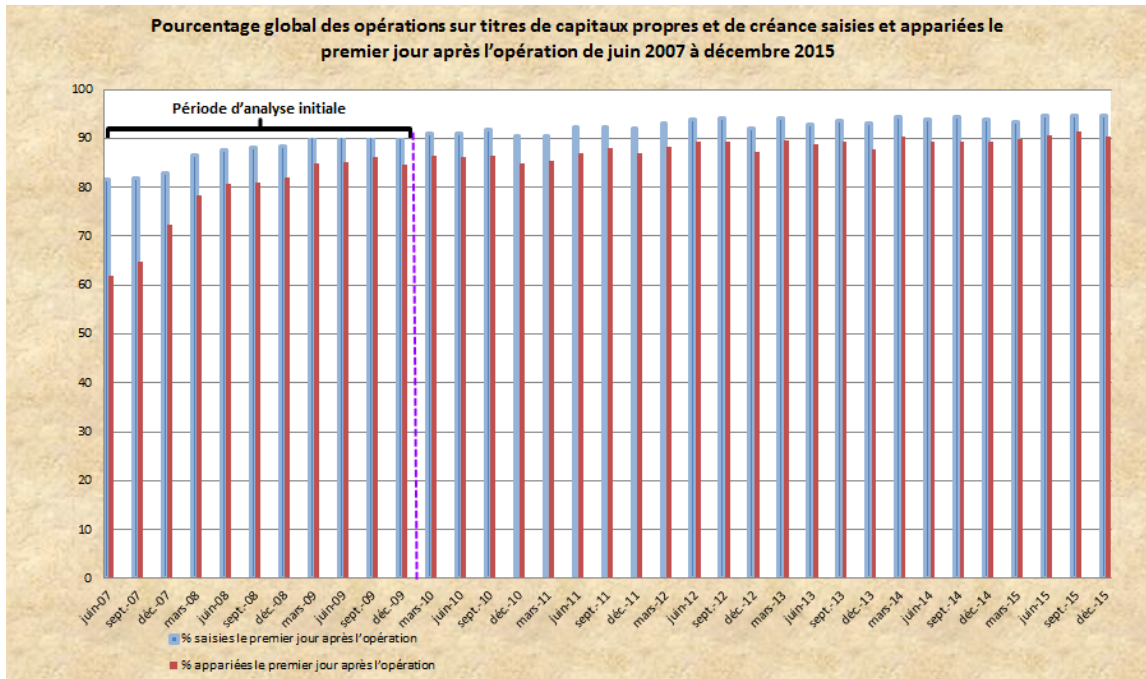
⁸⁴ Voir les graphiques 1 et 2 de l'analyse de 2010.

Graphique B-1. Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles sur titres de capitaux propres et de créance selon les données de la CDS, en fonction du volume – opérations saisies ou appariées à minuit le jour de l'opération



Source : CDS

Graphique B-2. Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles sur titres de capitaux propres et de créance selon les données de la CDS, en fonction du volume – opérations saisies ou appariées à midi le premier jour après l'opération



Source : CDS

Tableau B-1 – Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles (sur titres de capitaux propres et de créance combinés) selon les données de la CDS, en fonction du volume – pourcentage saisi dans le système de la CDS au cours du trimestre

Trimestre se terminant en :	Opérations saisies à minuit le jour de l'opération	Opérations appariées à minuit le jour de l'opération	Opérations saisies à midi le premier jour après l'opération	Opérations appariées à midi le premier jour après l'opération
Déc-15	81,27	54,17	94,56	90,36
Sep-15	81,85	56,20	94,70	91,32
Juin-15	81,99	55,19	94,75	90,62
Mar-15	79,95	53,88	93,48	89,86
Déc-14	79,35	53,51	93,83	89,40
Sep-14	81,20	56,79	94,37	89,32
Juin-14	79,96	55,52	93,90	89,45
Mar-14	81,24	57,83	94,45	90,32
Déc-13	79,93	49,56	93,02	87,75
Sep-13	80,91	53,43	93,63	89,33
Juin-13	77,76	49,85	92,97	88,80
Mar-13	79,37	44,72	94,24	89,65
Déc-12	77,75	46,78	92,18	87,25
Sep-12	78,96	48,75	94,09	89,37
Juin-12	78,97	50,48	93,82	89,20
Mar-12	78,40	48,41	93,04	88,31
Déc-11	78,03	50,09	91,98	86,87
Sep-11	79,12	51,74	92,44	88,13
Juin-11	77,81	47,09	92,37	86,86
Mar-11	76,94	48,10	90,61	85,45
Déc-10	70,79	45,47	90,44	84,82
Sep-10	72,70	48,34	91,78	86,55
Juin-10	74,94	51,25	91,00	86,17
Mar-10	74,07	50,54	90,89	86,34
Déc-09	71,43	45,24	90,20	84,70
Sep-09	73,45	45,47	91,40	86,30
Juin-09	73,96	48,24	90,70	85,20
Mar-09	70,55	44,59	90,80	84,80
Déc-08	69,78	42,72	88,30	82,00
Sep-08	65,97	34,96	88,10	80,90
Juin-08	66,48	34,62	87,50	80,60
Mar-08	67,69	34,84	86,70	78,40
Déc-07	53,34	29,28	82,90	72,30
Sep-07	59,74	25,18	81,80	64,80
Juin-07	55,32	23,48	81,70	61,90
Avr-07	39,72	14,30		

Tableau B-2 – Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles (sur titres de capitaux propres seulement) selon les données de la CDS, en fonction du volume – pourcentage saisi dans le système de la CDS au cours du trimestre

Trimestre se terminant en :	Opérations saisies à minuit le jour de l'opération	Opérations appariées à minuit le jour de l'opération	Opérations saisies à midi le premier jour après l'opération	Opérations appariées à midi le premier jour après l'opération
Déc-15	81,72	53,34	94,84	90,73
Sep-15	82,42	55,09	95,21	92,16
Juin-15	82,60	53,89	95,27	91,32
Mar-15	80,40	52,98	93,73	90,55
Déc-14	79,71	52,55	94,31	90,21
Sep-14	81,39	55,57	94,78	89,81
Juin-14	80,48	54,61	94,59	90,46
Mar-14	81,63	56,86	94,96	91,02
Déc-13	80,24	47,24	93,43	88,30
Sep-13	81,30	50,43	94,25	90,26
Juin-13	78,01	46,51	93,44	89,63
Mar-13	79,37	44,72	94,24	89,65
Déc-12	78,24	44,60	92,52	87,95
Sep-12	78,96	45,72	94,57	90,03
Juin-12	78,84	46,94	94,12	89,63
Mar-12	78,03	45,04	93,10	88,41
Déc-11	78,22	48,35	92,20	87,40
Sep-11	79,14	50,09	92,56	88,56
Juin-11	77,25	44,12	92,33	87,10
Mar-11	76,59	45,85	90,48	85,61
Déc-10	70,36	43,77	90,53	85,19
Sep-10	71,90	46,33	91,93	86,93
Juin-10	74,44	50,35	67,79	44,59
Mar-10	73,70	49,33	91,10	86,87
Déc-09	70,06	43,40	90,30	85,20
Sep-09	73,00	43,50	91,60	86,80
Juin-09	73,70	46,60	90,90	85,90
Mar-09	69,60	42,50	90,90	85,40
Déc-08	69,20	41,30	88,10	82,20
Sep-08	64,10	32,00	87,80	80,10
Juin-08	65,50	32,70	87,50	81,10
Mar-08	66,50	32,30	86,40	78,40
Déc-07	54,40	27,20	82,90	73,00
Sep-07	58,20	22,40	81,20	65,10
Juin-07	53,50	21,70	81,20	62,90
Avr-07	39,50	13,10		

Tableau B-3 – Taux globaux d'appariement des opérations institutionnelles (sur titres de créance seulement) selon les données de la CDS, en fonction du volume – pourcentage saisi dans le système de la CDS au cours du trimestre

Trimestre se terminant en :	Opérations saisies à minuit le jour de l'opération	Opérations appariées à minuit le jour de l'opération	Opérations saisies à midi le premier jour après l'opération	Opérations appariées à midi le premier jour après l'opération
Déc-15	78,56	59,09	92,92	88,14
Sep-15	79,09	61,55	92,25	87,36
Juin-15	79,21	61,05	92,40	87,46
Mar-15	77,44	58,61	92,11	86,18
Déc-14	77,11	59,21	90,83	84,62
Sep-14	80,31	62,52	92,41	87,07
Juin-14	77,56	59,60	90,69	84,97
Mar-14	79,36	62,59	92,01	86,96
Déc-13	78,32	61,11	90,88	84,98
Sep-13	79,42	64,38	91,26	85,92
Juin-13	76,76	63,04	91,08	85,52
Mar-13	79,18	64,95	92,75	87,12
Déc-12	75,25	57,68	90,44	83,78
Sep-12	77,96	62,92	91,67	86,25
Juin-12	79,59	64,99	92,53	87,45
Mar-12	80,38	64,87	92,73	87,79
Déc-11	76,90	59,53	90,69	83,98
Sep-11	79,00	60,87	91,76	85,68
Juin-11	80,61	60,98	92,57	85,71
Mar-11	79,09	61,70	91,40	84,48
Déc-10	73,34	55,47	89,85	82,57
Sep-10	76,95	58,92	90,94	84,58
Juin-10	77,33	55,68	90,30	83,33
Mar-10	75,92	56,79	89,85	83,63
Déc-09	75,70	55,50	89,30	81,70
Sep-09	78,90	56,30	90,80	83,20
Juin-09	75,50	55,90	90,00	82,10
Mar-09	75,42	55,36	90,06	81,76
Déc-08	73,33	50,95	89,32	80,60
Sep-08	76,52	51,79	90,09	82,98
Juin-08	71,74	45,61	87,21	77,86
Mar-08	74,10	49,13	88,36	78,09
Déc-07	66,00	39,60	82,60	68,80
Sep-07	67,00	38,60	84,80	63,50
Juin-07	63,20	31,40	63,50	57,50
Avr-07	41,00	20,90		

Source : CDS