

AVIS AUX MEMBRES

N° : 066-24

Le 24 mai 2024

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DU MANUEL DE DÉFAUT DE LA CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS AFIN DE MODIFIER LE MONTANT DES FONDS PROPRES EN REGARD DU RISQUE DE DÉFAUT DISPONIBLE PENDANT UN PROCESSUS DE GESTION DE DÉFAUT

Le 26 octobre 2023, le Conseil d'administration de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « **CDCC** ») a approuvé une augmentation du montant des fonds propres en regard du risque de défaut disponible pendant un processus de gestion de défaut de même qu'une modification au Manuel de défaut de la CDCC à cet effet.

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

Processus d'établissement de règles

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

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

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés avant le 28 juin 2024. Prière de soumettre ces commentaires à :

Martin Janelle

Directeur, Service de conseils en matière d'affaires commerciales et réglementaires (postnégociation)

Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

1800-1190 av. des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37

Montréal QC H3B 0G7

Courriel: legal@tmx.com

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

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

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

Pour toutes questions ou demandes d’information, les membres compensateurs peuvent communiquer avec Martin Jannelle, Directeur, Service de conseils en matière d’affaires commerciales et réglementaires (postnégociation), au 514-787-6578 ou par courriel au martin.jannelle@tmx.com.

George Kormas
Président



MODIFICATION DU MANUEL DE DÉFAUT DE LA CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS AFIN DE MODIFIER LE MONTANT DES FONDS PROPRES EN REGARD DU RISQUE DE DÉFAUT DISPONIBLE PENDANT UN PROCESSUS DE GESTION DE DÉFAUT

I. DESCRIPTION

Dans le domaine des contreparties centrales, le skin-in-the-game (« SITG ») fait référence au montant des actifs propres d'une chambre de compensation qui sont disponibles spécifiquement pour faire face à une perte résultant d'un défaut d'un membre compensateur et à l'ordre dans lequel les ressources de la chambre de compensation seraient utilisées par rapport à toutes les autres ressources disponibles¹. Généralement, les membres d'une chambre de compensation mutualisent le risque de défaut d'un ou des membres compensateurs. C'est pourquoi ils soutiennent depuis longtemps que les chambres de compensation devraient engager leurs propres ressources dans un "fonds de défaut" afin que les actionnaires des chambres de compensation partagent avec les membres compensateurs le risque de défaut d'un membre compensateur. En fait, les membres compensateurs affirment souvent qu'en engageant le capital propre de la chambre de compensation dans le fonds de défaut, le SITG encourage les chambres de compensation à minimiser ce risque de défaut et à mieux aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des membres compensateurs².

Les membres compensateurs soutiennent souvent que le SITG devrait être proportionné au fonds de compensation calculé par la chambre de compensation. Cependant, il existe de nombreux documents étayant l'idée selon laquelle le SITG n'est pas censé être une source matérielle de capacité d'absorption des pertes³. Il vise à encourager une bonne gestion des risques et, conséquemment, la taille du SITG doit être adaptée à la taille de la chambre de

¹ **Berndsen, R.** *A CCP's skin-in-the-game: Is there a trade-off?*

<https://focus.world-exchanges.org/articles/ccp-skin-game>

Edmonds, C., Panse, A. *The Importance of 'Skin-in-the-Game' in Managing CCP Risk,*

<https://focus.world-exchanges.org/articles/ccp-risk-ice>

Huang W., and Takáts. E. *BIS Working Papers No 866 Model risk at central counterparties: Is skin-in-the-game a game changer?* file:///C:/Users/Public/Desktop/Downloads/SSRN-id3613194.pdf

Carter, L. and Garner M., *Skin in the Game – Central Counterparty Risk Controls and Incentives*, pp. 81 & 82.

<https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2015/jun/pdf/bu-0615-9.pdf>

² **European Association of CCP Clearing Houses Paper. Carrots and sticks: How the skin in the game incentivises CCPs to perform robust risk management**, p 1.

<https://eachccp.eu/wp-content/uploads/2021/01/EACH-Paper-Carrots-and-sticks-How-the-skin-in-the-game-incentivises-CCPs-to-perform-robust-risk-management-January-2021.pdf>

³ **Financial Stability Board.** *Financial resources to support CCP resolution and the treatment of CCP equity in resolution*, p. 18. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P151118-2.pdf>

compensation. Il serait donc inapproprié d'établir le SITG en fonction des ressources disponibles des membres compensateurs pour la gestion d'un processus de défaut⁴.

Compte tenu des commentaires exprimés par certains membres compensateurs de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (« CDCC ») et de la valeur de ces relations pour la CDCC, cette dernière a décidé de revoir sa position actuelle concernant le niveau de SITG. La CDCC est disposée à augmenter son SITG comme décrit plus en détail dans la présente analyse, dans le but de promouvoir un partenariat stratégique avec les membres compensateurs et de renforcer leur confiance.

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

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

Le SITG actuel de la CDCC est décrit comme une approche 5+5, dans laquelle 5 millions de dollars sont actuellement à risque dans la "séquence de défaillance" avec 5 millions de dollars supplémentaires en ressources préfinancées disponibles pour reconstituer automatiquement la première tranche si elle est utilisée.

Dans un premier temps, la CDCC a déterminé qu'une augmentation de 5 millions de dollars (plus 5 millions de dollars supplémentaires) à 15 millions de dollars serait acceptable pour la CDCC et ses membres compensateurs et représenterait une augmentation significative compte tenu de la taille des activités actuelles de la CDCC.

Dans un second temps, la CDCC est d'avis que le montant du SITG ne devrait pas être indiqué dans ses règles et manuels, mais plutôt précisé dans la documentation relative aux déclarations quantitatives de la CDCC publiée sur son site Web à tous les trimestres.

La sous-section 1.6 ii. du Manuel de défaut de la CDCC est donc modifié pour supprimer la référence au montant spécifique des fonds propres en regard du risque de défaut dans le premier paragraphe de la sous-section. Les changements sont les suivants :

«ii. Ressources de la Société (fonds propres en regard du risque de défaut)

● *La CDCC dispose de réserves de capital mises de côté expressément pour absorber toute perte non réglée après l'épuisement des ressources du membre compensateur suspendu. Ces réserves, qui seront déterminées par la CDCC de temps à autre ~~qui se chiffrent actuellement à 5 millions de dollars~~, sont ci-après appelées « fonds propres en regard du risque de défaut ».*

Si un découvert subsiste après l'affectation des ressources du membre compensateur suspendu et de celles de la CDCC, la CDCC utilisera les dépôts au fonds de compensation (ci-après, les« exigences relatives au fonds de compensation ») des autres membres compensateurs qui sont nécessaires pour couvrir la perte, comme indiqué ci-après.»

⁴ Berndsen, R. Ibid.

III. ANALYSE

a. Contexte

Au Canada, le SITG a été introduit comme exigence réglementaire en 2012 par la Banque du Canada (par le biais des normes de gestion des risques pour les infrastructures de marchés financiers d'importance systémique désignées). De plus, le Règlement NC 24-102 exige, depuis 2016, qu'une « *chambre de compensation reconnue qui agit comme contrepartie centrale affecte une tranche raisonnable de ses fonds propres à la couverture des pertes découlant de la défaillance d'un ou de plusieurs participants.* »⁵. Toutefois, la réglementation canadienne ne prescrit aucun montant précis. En revanche, l'Union européenne impose aux chambres de compensation de produits dérivés de disposer d'un montant minimum de SITG de 25 % du capital réglementaire⁶.

Le SITG de la CDCC est utilisé au 2e rang de la séquence de défaillance prévue au Manuel de défaut, tel qu'illustré par le Tableau 1 ci-dessous:

CDCC Séquence de Défaillance
1. Ressource du membre compensateur suspendu
a. Dépôts de garantie du membres compensateur suspendu
b. Dépôts au fonds de compensation du membre compensateur suspendu
2. Ressources de la Corporation (Default Risk Capital - DRC aka "SITG")
3. Exigences relatives au fonds de compensation des membres compensateurs restants
4. Exigences relatives au fonds de compensation additionnelles des membres compensateurs restants
5. Contributions de liquidités supplémentaires des membres compensateurs restants

TABLEAU 1: CDCC Séquence de défaillance

b. Objectifs

⁵ Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation, art. 4.5.

⁶ Article 9(14)&(15) of Regulation (EU) 2021/23 of the European Parliament and of the Council of 16 December 2020 on a framework for the recovery and resolution of central counterparties: *Following a default or a non-default event, a CCP shall use an additional amount of its pre-funded dedicated own resources, prior to the use of the arrangements and measures referred to in point 15 of Section A of the Annex to this Regulation. That amount shall not be lower than 10% nor higher than 25% of the risk-based capital requirements calculated in accordance with Article 16(2) of Regulation (EU) No 648/2012.*

Compte tenu de l'importance des relations de la CDCC avec ses membres compensateurs, la CDCC est disposée à augmenter son SITG dans l'intérêt de promouvoir des partenariats stratégiques pour développer davantage l'entreprise. Une augmentation de 5 millions de dollars dans SITG constituerait une augmentation significative à l'heure actuelle, compte tenu de la taille de l'entreprise actuelle. Pour confirmer ce montant, la CDCC a pris en compte les facteurs suivants :

- La capacité actuelle de génération de revenus de l'entreprise de la CDCC ; et
- Élasticité des frais qui serait nécessaire pour financer toute augmentation du SITG.

L'augmentation du SITG à 15 M\$ représenterait un ratio SITG/revenu d'environ 30 % et rapprocherait donc la CDCC de ses pairs, comme Eurex et ICE. Le montant serait même supérieur à l'engagement de CME. La CDCC reste ouverte à d'autres examens de SITG à l'avenir, à mesure que l'entreprise se développe et prend de l'expansion.

c. Analyse comparative

D'un point de vue global, le requis juridiques et réglementaires actuels établis selon les juridictions sont résumés dans le Tableau 2 ci-dessous⁷:

Norme minimale requise		Aucune norme minimale requise
EU et UK	Singapore	Australie, Canada, Hong Kong, Japon, US
Minimum de 25% EMIR capital réglementaire	Minimum de 25% du fonds de défaut (minimum 25% du SIG doit constitué un premier niveau)	

Tableau 2: Les requis juridiques et réglementaires pour la détermination du SITG

D'un point de vue des pairs, et sur la base de l'information publique disponible, notamment les documentation relative aux déclarations quantitatives, CDCC a recueilli les données suivantes:

⁷ **Financial Stability Board.** *Financial resources to support CCP resolution and the treatment of CCP equity in resolution*, p. 14. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P151118-2.pdf>

COMPARATIVE MONDIAL: SITG AUX REVENUS

	Exigences réglementaire (MM)	Normes réglementaire SITG	(A)Nombre SITG (MM)	(B)Revenus annuels* (MM)	Ratio (A)/(B) (%)
CDCC (CAD)	29	N/A	5	143 (1)	3.50%
CME	2,000	N/A	100 Base + 150 Swap	4,000 (1)	2.50%
LCH Ltd	117	25%	89	2,987	3.00%
NASDAQ Clearing (3)	19	25%	37	207 (1)	17.90%
LCH SA	41	25%	42	204	20%
ICE Clear US	398	N/A	90	836	10.80%
Eurex	110	25%	196	2,348	8.30%
ASX	145	N/A	238	409 (2)	58%
ICE Europe	174	25%	247	1,494	16%

*Veuillez noter que dans certains cas, les revenus sont annualisés à partir des résultats trimestriels. Tous les montants sont en USD, sauf indication contraire. Comme indiqué dans le tableau, veuillez vous référer aux notes suivantes :

- 1) Compensation et négociation combinées ;
- 2) Marchés, titres et paiement inclus ;
- 3) Comprend les revenus de négociation estimés pour garantir les comparaisons.

La principale conclusion de l'analyse comparative ci-dessus est qu'il existe une variabilité apparente du SITG chez les contreparties centrales mondiales. Cependant, un différenciateur clé semble être le « mandat de compensation centrale » (pour certains dérivés OTC). Par exemple, CME, ASX, Eurex et LCH ont tous augmenté leur SITG en raison de l'activité de swap de taux d'intérêt. En corrigeant ce fait, les facteurs de risque des entreprises existantes déterminent le niveau de SITG.

Sur la base de ce qui précède, et après examen, la CDCC conclut sa situation actuelle en matière de SITG n'est pas différentes des normes réglementaires mondiales. Toutefois, comme indiqué précédemment, étant donné l'importance de la relation de la CDCC avec ses membres compensateurs, la CDCC est disposée à augmenter son SITG dans l'intérêt de promouvoir un partenariat stratégique pour développer davantage l'entreprise.

Enfin, l'analyse comparative de la CDCC révèle également que les montants SITG des autres contreparties centrales ne sont pas formellement indiqués dans les règles et le manuel, offrant ainsi la flexibilité d'ajuster le montant SITG si nécessaire.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

L'objectif du SITG est de garantir qu'une contrepartie centrale est incitée à effectuer une gestion solide des risques et qu'un alignement entre les intérêts de la contrepartie centrale et ceux des membres compensateurs est en place. Leurs fonds propres étant exposés à un risque après l'épuisement des contributions du membre compensateur en défaut, les contreparties centrales sont très fortement incitées à exercer une gestion prudente des risques afin de limiter l'impact sur leurs fonds propres, limitant ainsi l'impact sur les fonds des membres non défaillants⁸.

⁸ **Financial Stability Board.** Financial resources to support CCP resolution and the treatment of CCP equity in resolution, p. 14. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P151118-2.pdf>

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les systèmes technologiques de la CDCC, de la Bourse de Montréal Inc., les membres compensateurs ou de tierce partie.

iii. Incidences sur les fonctions de négociation

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

iv. Intérêt public

La CDCC considère que les modifications proposées sont dans l'intérêt du public. En fait, la CDCC est d'avis qu'un SITG approprié garantit des incitatifs harmonisés entre la CDCC et ses membres compensateurs. Associé aux politiques de gestion des défauts existantes, il garantit que tous les participants agissent dans le meilleur intérêt du marché pendant les périodes de tensions..

IV. PROCESSUS

Les modifications proposées, de même que la présente analyse, ont été approuvées par le conseil d'administration de la CDCC, et sont présentées à l'Autorité des marchés financiers, conformément au processus d'autocertification réglementaire, ainsi qu'à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, conformément aux règles énoncées à l'appendice A de l'annexe A de l'ordonnance de reconnaissance de la CDCC datée du 15 juin 2023 (dans sa version modifiée de temps à autre).

Les modifications proposées et l'analyse sont également soumises à la Banque du Canada, conformément à l'accord de surveillance tel que modifié et mis à jour.

Sous réserve des commentaires du public, les modifications proposées devraient entrer en vigueur le premier trimestre 2024.