



RAPPORT ANNUEL 2023 SUR LES MARCHÉS DES CAPITAUX

Comité sur les risques systémiques des ACVM

Janvier 2024



CSA/ACVM

Canadian Securities Administrators
Autorités canadiennes en valeurs mobilières

MESSAGE DU PRÉSIDENT DES ACVM

L'atténuation des risques systémiques est une composante importante des objectifs des ACVM. Malgré le long historique de stabilité des marchés des capitaux canadiens et, plus globalement, du système financier du pays, nous sommes conscients que, aussi avantageuse soit-elle, l'évolution financière peut apporter de nouveaux risques. Outre les projets réglementaires visant à protéger les investisseurs et à assurer l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés, nous reconnaissons la nécessité de nous pencher sur les interconnexions et sur la façon dont ces risques peuvent se répandre dans nos marchés et notre système financier.

Je suis ravi de présenter le rapport annuel du Comité sur les risques systémiques (CRS) des ACVM, lequel a pour mandat de repérer, d'analyser et de surveiller les risques systémiques et émergents pour le compte des ACVM, ainsi que de rendre compte de ses constatations aux membres de celles-ci. Les ACVM publient pour la première fois ce rapport dans le cadre de leur [objectif stratégique](#) consistant à favoriser l'intégrité et la stabilité financière au moyen d'une surveillance efficace des marchés. Elles croient qu'il aidera les autorités en valeurs mobilières à se faire une meilleure idée des vulnérabilités potentielles des marchés financiers canadiens et qu'il viendra compléter les travaux d'autres autorités de réglementation et organismes, tant provinciaux que fédéraux.

Nous espérons que nos observations seront prises en considération par les participants au marché et qu'elles contribueront à l'instauration de pratiques favorisant la réduction de la vulnérabilité financière. Nous nous réjouissons par ailleurs à la perspective de poursuivre nos travaux par l'entremise du Comité des responsables des organismes de réglementation et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

Au nom de tous les dirigeants des membres des ACVM, je tiens à remercier le comité de son apport continu à ce volet essentiel de notre mandat d'autorités en valeurs mobilières.

Le président des ACVM,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Stan Magidson'.

Stan Magidson

CONTEXTE

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sont l'organisme-cadre des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières, dont l'objectif est d'améliorer, de coordonner et d'harmoniser la réglementation des marchés des capitaux du Canada. Leurs objectifs sont les suivants : 1) protéger les investisseurs; 2) favoriser l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés, et 3) réduire les risques systémiques.

En 2009, les ACVM ont instauré le Comité sur les risques systémiques en tant que principal organe d'analyse et de surveillance des risques émergents et systémiques. Ce comité regroupe des membres du personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario, du Québec et de la Saskatchewan.

En voici la composition actuelle :

Omid Atabati, ASC

Nouhou Ballo, AMF

Philippe Bergevin, AMF
(président)

John Bulmer, CVMO

Jean-Paul Calero, AMF

Steven Clow, ASC

Alexandre d'Aragon, AMF

Mario Houle, AMF

Junjie Jiang, NSSC

Wes Kyle, ASC

Peter Lamey, NSSC

Abel Lazarus, NSSC

Andrew Lee-Poy, CVMO

Amélie McDonald, FCNB

Jalil El Moussadek, CVMO

Graham Purse, FCAA

Paul Redman, CVMO

Eric Thong, BCSC

Greg Toczyłowski, CVMO

Patrick Weeks, CVMM

Steven Weimer, ASC

Le présent rapport annuel analyse les tendances récentes sur les marchés financiers et les principales vulnérabilités des marchés des capitaux au Canada. Il expose également les efforts que déploient les ACVM pour atténuer ces vulnérabilités et les risques connexes. Les opinions qui y sont exprimées émanent des membres du CRS et ne représentent pas nécessairement les positions officielles des membres des ACVM.

Table des matières

TABLE DES MATIÈRES	1
SOMMAIRE	2
SURVOL DES PRINCIPALES VULNÉRABILITÉS	4
TRANSITION VERS UN NOUVEAU TAUX DE RÉFÉRENCE	4
LIQUIDITÉ DU MARCHÉ OBLIGATAIRE	7
CHAMBRES DE COMPENSATION	9
MARCHÉ DES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS	13
MARCHÉ DES CRYPTOACTIFS	16
FONDS NÉGOCIÉS EN BOURSE.....	19
FONDS DISPENSÉS DE PROSPECTUS	23
COURTIERS EN PLACEMENT	27
MARCHÉS	29
ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF	33
DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ	36
TITRISATION PRIVÉE	40
LISTE DES ACRONYMES	42

Sommaire

Dans le présent rapport, le Comité sur les risques systémiques (CRS) présente une analyse des récentes tendances et des principales vulnérabilités des marchés des capitaux canadiens. Il fait également état des mesures prises par les ACVM pour atténuer ces vulnérabilités et les risques connexes.

En 2023, la forte inflation et les taux d'intérêt élevés ont continué de peser sur l'économie et les marchés financiers. L'économie canadienne a considérablement ralenti tandis que les rendements obligataires ont atteint des sommets inégalés depuis la crise financière mondiale de 2007-2008. L'orientation future des taux d'intérêt et les perspectives économiques demeurent hautement incertaines. Néanmoins, les grands indices boursiers ont rebondi après des reculs significatifs en 2022.

L'importante hausse des taux d'intérêt et le resserrement des conditions monétaires posent des défis pour les participants au marché. Malgré tout, le CRS est d'avis que les risques pour la stabilité financière des marchés des capitaux canadiens sont bien contenus.

Le rapport met par ailleurs en exergue les tendances et les vulnérabilités suivantes :

- **Indices de référence** : Le passage du taux CDOR au taux CORRA va de l'avant comme prévu. L'adoption du taux CORRA s'est sensiblement accélérée en 2023. À l'expiration de la période de transition en deux étapes, la publication du taux CDOR prendra fin le 28 juin 2024.
- **Marché obligataire** : L'environnement à taux d'intérêt plus élevé n'a aucunement nui à l'activité obligataire. Le taux de rotation des obligations et les autres indicateurs de la liquidité se sont en effet maintenus dans les limites de la normale. Toutefois, le profil de qualité du crédit des obligations de sociétés non financières canadiennes s'est quelque peu dégradé dans l'ensemble.
- **Compensation** : L'activité de compensation au Canada a poursuivi sa tangente haussière. Entre autres tendances, le CRS surveille l'importance croissante de certaines contreparties centrales dispensées, la mise en œuvre d'initiatives liées à la modernisation des services de postnégociation et à l'abrégement des cycles de règlement, ainsi que la nature procyclique des exigences de constitution de marges. Les contreparties centrales ont fait preuve de résilience lors des récentes situations de tensions sur le marché.
- **Cryptoactifs** : Le marché des cryptoactifs demeure volatil et instable. Les liens entre le secteur des cryptoactifs et le secteur financier traditionnel apparaissent limités. De concert avec d'autres organismes de réglementation, les ACVM continuent d'examiner les lacunes et les risques potentiels en matière de supervision, notamment en ce qui concerne les cryptoactifs arrimés à une valeur.

- Courtiers : La faillite d'un grand courtier pourrait entraîner de vastes répercussions en raison du degré élevé d'interconnexion entre les grands courtiers et les autres participants au marché. Des mesures appropriées sont en place pour éviter de telles occurrences, et les niveaux d'effet de levier restent relativement bas.
- Fonds d'investissement : Globalement, les risques de liquidité des fonds d'investissement sont faibles et bien gérés. Cependant, les fonds dispensés qui investissent dans des actifs privés, comme les titres de créance et de capitaux propres de sociétés fermées et l'immobilier, affichent des asymétries de liquidité. En outre, les pressions sur la liquidité peuvent augmenter quand la conjoncture économique se détériore. Enfin, les fonds négociés en bourse se sont montrés résilients durant les récents épisodes de tensions financières.
- Marchés : La valeur totale des opérations sur les marchés boursiers canadiens a diminué l'an dernier. Le risque de perturbation d'un marché dominant constitue une vulnérabilité potentielle. Dans l'ensemble, les pannes survenues dernièrement sur les marchés canadiens semblent limitées. Des efforts ont lieu à l'international pour, d'une part, dégager les leçons à tirer des récentes pannes des marchés dans divers territoires et, d'autre part, élaborer des orientations pour rehausser la résilience des marchés.
- Dérivés de gré à gré : Le marché canadien des dérivés de gré à gré est facilité par des institutions financières d'envergure liées à une kyrielle d'autres entités issues de la plupart des secteurs d'activités. Ainsi, la faillite d'une grande entité fortement liée peut se répercuter sur d'autres parties. Ce marché peut également favoriser l'accumulation d'expositions importantes. L'évolution de la réglementation au Canada a énormément contribué à réduire au minimum ces risques. Les ACVM s'attachent à améliorer la qualité et la fiabilité des données qu'elles recueillent sur ce marché.
- Titrisation : Bien qu'ayant pris de l'ampleur, le marché canadien de la titrisation privée n'est pas encore revenu aux niveaux antérieurs à 2008 et demeure relativement petit. Les modifications que les ACVM ont apportées à la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme aident à répondre aux divers enjeux cernés dans le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs, communément appelés « papier commercial adossé à des actifs » (« *asset-backed commercial paper* » en anglais). La qualité du crédit des produits titrisés reste par ailleurs solide.

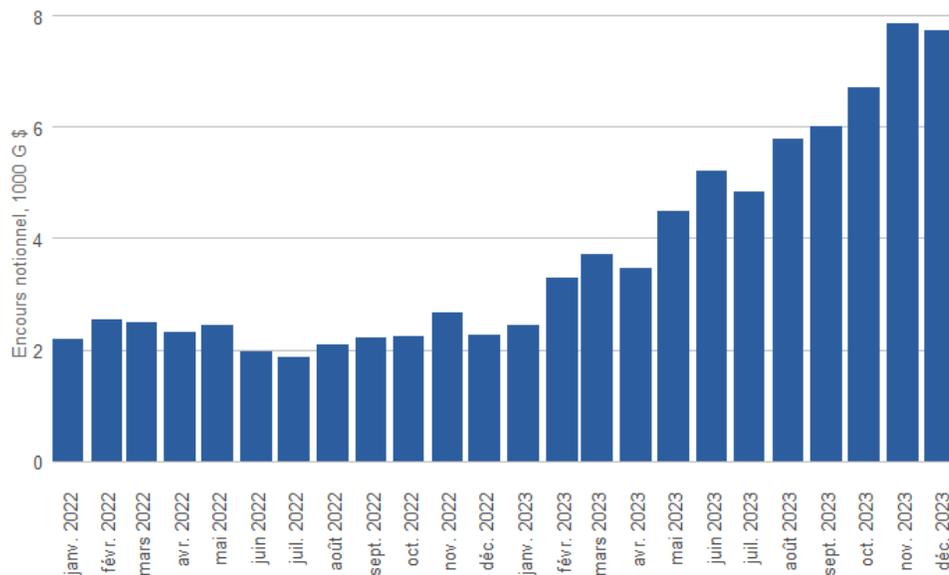
Survol des principales vulnérabilités

Transition vers un nouveau taux de référence

Depuis 2018, le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (Groupe de travail sur le TARCOTM)¹ pilote le passage, au Canada, des taux d'intérêt sensibles au crédit à des taux d'intérêt sans risque comme taux de référence. Plus précisément, le taux CDOR (*Canadian Dollar Offered Rate*) est remplacé par le taux CORRA (*Canadian Overnight Repo Rate Average*), un taux sans risque à un jour, pour la plupart des instruments financiers ou par le taux CORRA à terme, un taux à terme prospectif, dans le cas des opérations de crédit commercial, des prêts et des produits dérivés connexes. Le taux CDOR cessera d'être publié le 28 juin 2024 après une période de transition en deux étapes.

La première étape s'est achevée le 30 juin 2023, avec la transition de toutes les nouvelles opérations sur des produits dérivés ou des titres au taux CORRA, à quelques exceptions près. En effet, l'adoption du taux CORRA s'est nettement accélérée en 2023². Dorénavant, les participants au marché sont invités à procéder activement à la transition de leur exposition existante, plutôt que de recourir aux clauses de repli que déclenchera automatiquement l'abandon du taux CDOR³.

Figure 1 – Encours notionnel des produits dérivés de gré à gré indexés sur le taux CORRA



Sources : Référentiel central des dérivés de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

¹ Voir : [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#).

² Voir le document de la CVMO intitulé [CDOR/CORRA-based OTC derivatives trend analysis](#) et celui du Groupe de travail sur le TARCOTM intitulé [Passage du taux CDOR au taux CORRA : transition sur le marché des produits dérivés \(point hebdomadaire\)](#).

³ Titres fondés sur le taux CDOR qui arriveront à échéance après le 28 juin 2024. Voir le document du Groupe de travail sur le TARCOTM intitulé [Titres existants fondés sur le taux CDOR : analyse et recommandations](#).

La deuxième étape de la période de transition vise les prêts et les produits dérivés connexes. Le taux CORRA à terme, un nouveau taux d'intérêt de référence, a été élaboré et lancé par CanDeal Benchmark Administration Services (CBAS) le 5 septembre 2023. Il s'agit d'une mesure prospective du taux CORRA pour des échéances de 1 mois et de 3 mois qui est fondée sur les attentes implicites des marchés des produits dérivés indexés sur le taux CORRA. L'usage de ce taux sera limité, au moyen de contrats de licence, aux opérations de crédit commercial, aux prêts et aux produits dérivés connexes.

Depuis le 1^{er} novembre 2023, les banques n'offrent plus aux clients de nouveaux prêts fondés sur le taux CDOR ou sur des acceptations bancaires. À compter de cette date, il est attendu que les prêts commerciaux et de sociétés aient principalement comme taux de référence le taux CORRA, le taux CORRA à terme ou le taux préférentiel. Il importe de noter qu'au cas où la liquidité du marché des contrats à terme sous-jacents indexés sur le taux CORRA serait insuffisante pour assurer la conformité aux principes pour les indices de référence de l'OICV⁴, le taux CORRA à terme pourrait cesser d'être publié. Ainsi, les prêts liés au taux CORRA à terme devraient disposer de clauses de repli solides au taux CORRA.

La cessation de la publication du taux CDOR a eu notamment comme incidence majeure l'abandon des acceptations bancaires. Correspondant actuellement à environ 20 % (soit approximativement 90 milliards de dollars) de l'encours notionnel du marché monétaire canadien, les acceptations bancaires sont le deuxième instrument du marché monétaire en importance après les bons du Trésor. Pour assurer le bon fonctionnement de ce marché pendant la période de transition, le Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum) conseille aux banques de réduire progressivement l'émission d'acceptations bancaires à partir du 1^{er} novembre 2023, ce qui correspond au jalon établi par le Groupe de travail sur le TARCOT pour mettre fin à l'octroi de prêts basés sur le taux CDOR ou sur des acceptations bancaires. Le Forum recommande aux banques de ramener le stock d'acceptations bancaires en circulation à 70 milliards de dollars avant la fin janvier 2024 et à 35 milliards de dollars d'ici la fin avril 2024, puis d'en émettre entre 10 à 20 milliards de dollars en juin 2024.

Comme il n'existe pas de substitut unique aux acceptations bancaires, on s'attend à ce qu'elles soient remplacées par une combinaison de produits financiers existants (billets de dépôt au porteur, mises en pension de titres, billets de trésorerie adossés à des actifs, etc.) et que de nouveaux produits soient développés. Après avoir consulté les participants au marché, le gouvernement du Canada envisage d'instaurer un bon du Trésor temporaire d'un mois dans le but de combler l'absence prévue de produits à échéance d'un mois, et de donner le temps aux investisseurs contraints de passer à d'autres actifs du marché monétaire. Il pourrait également se révéler nécessaire d'accorder des dispenses discrétionnaires de l'application de certaines contraintes prévues par le *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* en ce qui concerne l'utilisation de produits de remplacement, notamment par les OPC marché monétaire.

⁴Comme l'indique le document intitulé [Principles of Financial Benchmarks](#) de l'OICV traitant de la gouvernance, de la qualité et des mécanismes de reddition de comptes en ce qui concerne les indices de référence.

Le Groupe de travail sur le TARCOT a constaté que le nombre de titres existants dits problématiques⁵ et l'exposition au risque qu'ils occasionnent sont relativement faibles. Par conséquent, il a publié à l'intention des émetteurs et des investisseurs des recommandations sur la ligne de conduite à suivre pour ces types de titres, mais ne voit toutefois pas la nécessité de recourir à une solution législative comme celles mises en place dans d'autres territoires.

Jusqu'à présent, la transition du taux CDOR au taux CORRA se déroule comme prévu. Le Groupe de travail sur le TARCOT publie régulièrement des principes directeurs à l'intention des participants au marché, et tant celui-ci que le Forum collaborent avec d'autres organismes de réglementation et sectoriels pour assurer une transition harmonieuse. Étant donné qu'au Canada la transition s'effectue au moyen d'un taux sans risque, comme c'est le cas dans d'autres territoires, le Groupe de travail sur le TARCOT et le Forum sont en mesure de tirer parti des leçons apprises ailleurs et d'adapter leur plan en conséquence. Bien que l'abandon des acceptations bancaires soit une particularité canadienne dans le cadre de la transition actuelle, il est possible de faire un parallèle avec l'Australie, où le modèle de financement par voie d'acceptations bancaires a été délaissé il y a une décennie à la suite de l'entrée en vigueur des réformes du système bancaire de Bâle, qui a eu lieu après la grande crise financière.

Les ACVM, quant à elles, ont publié en février 2023 l'Avis 25-309 du personnel des ACVM, Enjeux liés à l'abandon du taux CDOR et à l'abandon attendu des acceptations bancaires, pour soulever les questions relatives aux valeurs mobilières touchant les participants au marché. Puis, à l'issue d'une consultation, la CVMO et l'AMF ont désigné en septembre le taux CORRA à terme comme taux d'intérêt de référence désigné et CBAS en tant que son administrateur d'indice de référence désigné. En conséquence, CBAS doit se conformer aux dispositions applicables du *Règlement 25-102 sur les indices de référence et administrateurs d'indice de référence désignés* à l'égard de ce taux. Les deux autorités de réglementation poursuivront leur surveillance du taux CDOR jusqu'à ce qu'il soit abandonné ainsi que de son administrateur désigné, Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited. Elles porteront une attention particulière aux enjeux qui pourraient survenir alors que les banques agissant à titre de contributrices du taux CDOR participent quotidiennement au sondage CDOR dans un environnement où le volume des transactions sur acceptations bancaires se contracte. Pendant ce temps, le personnel des ACVM continuera d'avoir un œil attentif sur les divers enjeux entourant la transition et d'en faire rapport périodiquement au Comité des responsables des organismes de réglementation⁶.

⁵ Il s'agit des titres fondés sur le taux CDOR arrivant à échéance après le 28 juin 2024 et dont i) les contrats sont dotés de clauses de repli inadéquates ou n'ont pas clauses de repli, et ii) la modification nécessite un seuil élevé de consentement. Voir le document du Groupe de travail sur le TARCOT intitulé [Titres existants fondés sur le taux CDOR : analyse et recommandations](#).

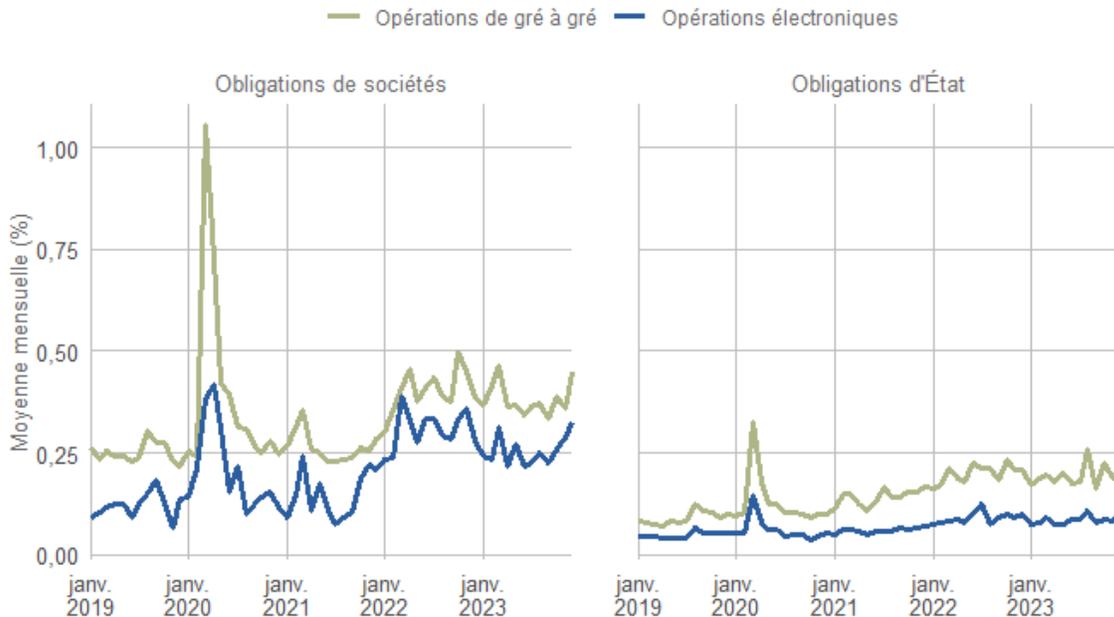
⁶ Voir le [Mandat du Comité des responsables des organismes de réglementation](#).

Liquidité du marché obligataire

En période de turbulences économiques et financières, les participants au marché pourraient atteindre leur capacité maximale en ce qui a trait à la négociation des obligations à moyen terme. En mars 2020, leurs limites ont été mises à l'épreuve. En effet, les ventes effectuées en raison de la volonté des investisseurs d'augmenter leurs liquidités ont provoqué la chute abrupte des cours des obligations de sociétés. Les participants au marché ont pu subvenir à leurs besoins immédiats de liquidités grâce à la Banque du Canada, qui a agi en tant qu'acheteur de dernier recours pour les obligations d'État et autres titres à revenu fixe. Les paiements de transfert fédéraux aux entreprises et aux ménages ont également permis à ceux-ci de garder la tête hors de l'eau pendant la pandémie. Plus récemment, la forte demande et les perturbations de l'offre mondiale ont accentué l'inflation. Dans ce contexte inflationniste, les rendements obligataires et le taux directeur de la Banque du Canada ont bondi, mais les écarts de taux sont demeurés relativement faibles.

La hausse des taux d'intérêt n'a entraîné aucune conséquence néfaste sur le marché obligataire. L'activité de négociation, la rotation des obligations et les autres mesures de la liquidité clés demeurent dans une fourchette normale. Les écarts acheteur-vendeur estimatifs se sont quelque peu creusés, la hausse des taux d'intérêt venant gonfler le coût du capital pour les fournisseurs de liquidités. Dans le marché obligataire institutionnel, ces écarts se sont accentués pour les opérations sur les obligations de sociétés et les obligations d'État depuis 2021 (voir la figure 2).

Figure 2 – Écarts acheteur-vendeur estimatifs sur les lots réguliers (de 1 M\$ à 5 M\$)



Depuis 2020, une plus grande partie du volume des opérations sur les obligations de sociétés est effectuée au moyen de plateformes de négociation électroniques au Canada. S'élevant à moins de 5 % en 2020, la proportion des opérations sur les obligations de sociétés exécutées sur des plateformes de négociation électroniques s'est établie autour

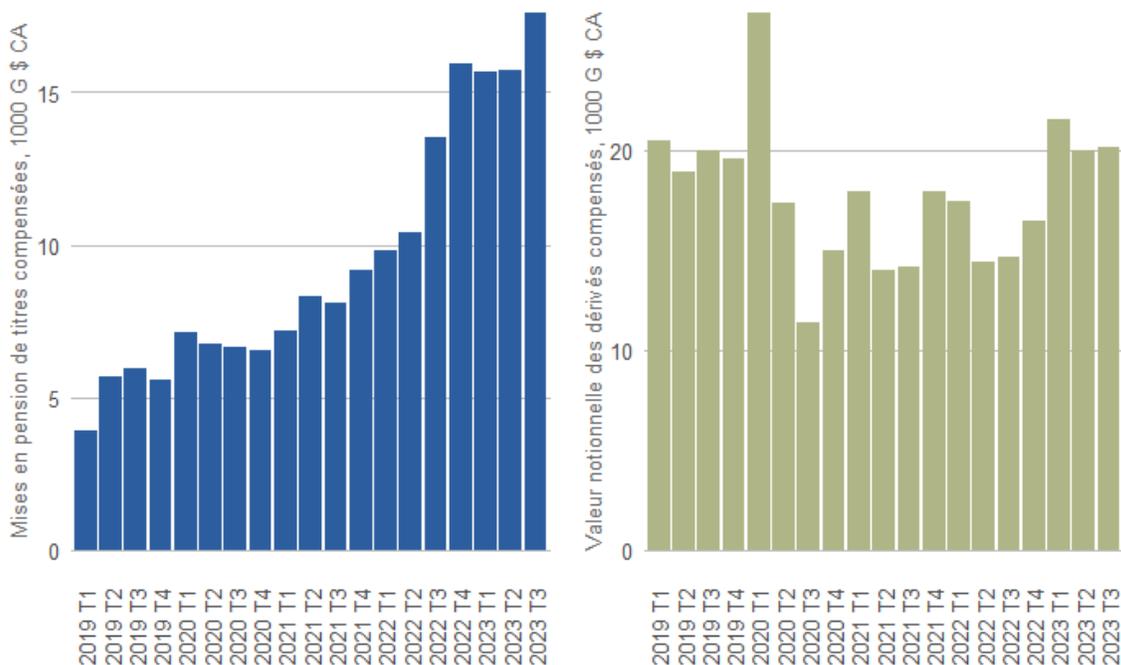
de 8 % en décembre 2023. Bien qu'il s'agisse d'une tendance prometteuse, le Canada reste à la traîne des États-Unis en ce qui concerne « l'électronification » du marché obligataire, MarketAxess représentant à lui seul près de 20 % du total du volume des opérations sur les obligations de sociétés aux États-Unis⁷.

⁷ Voir le communiqué intitulé [MarketAxess Announces Monthly Volume Statistics for December and Fourth Quarter 2023](#).

Chambres de compensation

Dans le secteur canadien de la compensation, les dérivés et les titres au comptant sont compensés par des participants au marché canadiens par l'intermédiaire de contreparties centrales canadiennes et étrangères. La présente rubrique porte sur l'activité et les sûretés fournies par des participants au marché établis en Ontario par l'intermédiaire des 11 contreparties centrales reconnues ou dispensées de l'obligation de reconnaissance à titre d'« agence de compensation » en Ontario; elle donne un aperçu fiable et représentatif de l'ensemble des activités de compensation (hormis celles touchant les marchandises) au Canada. Les faits nouveaux notables entourant les systèmes de règlement de titres y sont en outre présentés.

Figure 3 – Valeur notionnelle des mises en pension de titres et des dérivés compensés par des « agences de compensation » reconnues ou dispensées de l'obligation de reconnaissance en Ontario



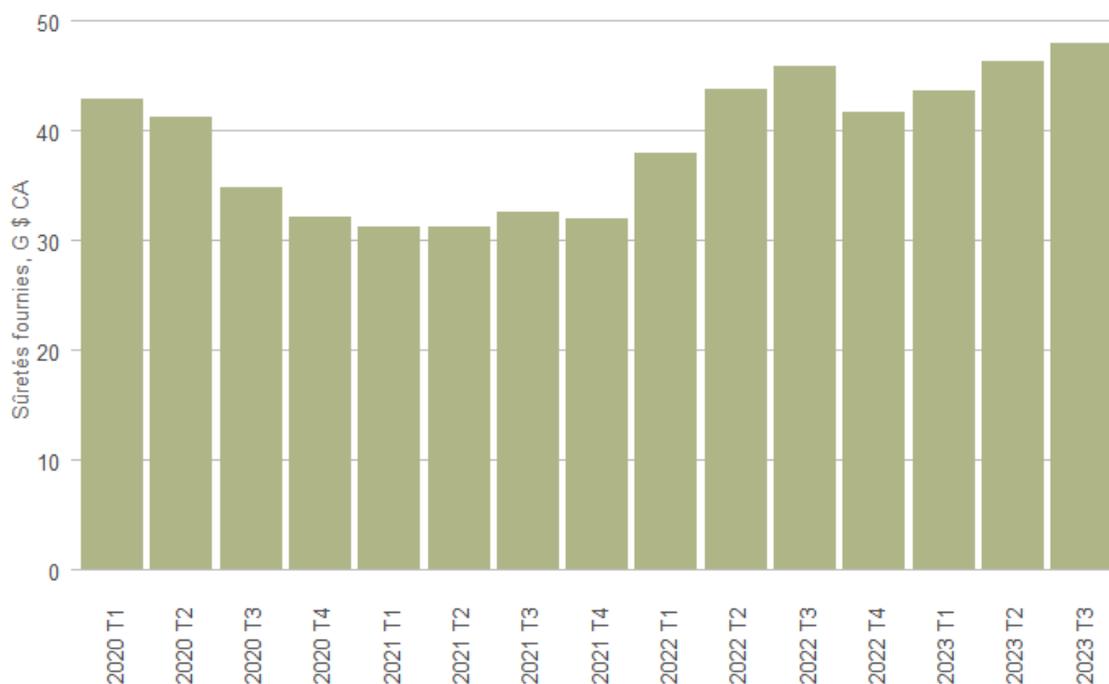
Sources : Données de la CVMO communiquées par les contreparties centrales et calculs du personnel des ACVM.

De façon générale, les activités de compensation sont à la hausse par rapport à 2022. La valeur notionnelle des dérivés compensés au troisième trimestre de 2023 s'est établie à 20 billions de dollars, ce qui est légèrement en deçà des niveaux pré-pandémie. Par contre, la valeur des mises en pension de titres à revenu fixe compensés a presque triplé comparativement aux niveaux d'avant la pandémie pour atteindre près de 18 billions de dollars⁸. Les sûretés fournies constituent une mesure plus exacte du risque de contrepartie

⁸ Il convient de noter que ces données sont fondées sur le volume des opérations et que, par conséquent, elles pourraient ne pas refléter l'exposition au risque ou ne pas être comparables à celles d'autres instruments dont le volume des opérations est différent.

centrale auquel sont exposés les participants au marché. Le montant total des exigences de sûretés, soit approximativement 48 milliards de dollars, a légèrement dépassé les niveaux prépandémie principalement en raison d'une augmentation des activités de compensation et de la volatilité du marché⁹.

Figure 4 – Sûretés fournies aux contreparties centrales reconnues ou dispensées de l'obligation de reconnaissance en Ontario



Sources : Données de la CVMO communiquées par les contreparties centrales et calculs du personnel des ACVM.

Les chambres de compensation d'importance systémique sont plus interconnectées et la perturbation de leurs services est davantage susceptible d'affecter la stabilité financière. Trois chambres de compensation, soit Services de dépôt et de compensation CDS inc. (CDS), Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) et London Clearing House (LCH), sont reconnues par certaines autorités en valeurs mobilières provinciales et font l'objet d'une surveillance de celles-ci¹⁰. Elles sont également désignées comme chambres de compensation d'importance systémique et soumises à la surveillance de la Banque du Canada¹¹.

⁹ Les sûretés comprennent les marges et le fonds de défaillance.

¹⁰ La CDS et la CDCC sont reconnues par l'Autorité, la BCSC et la CVMO. Quant à la LCH, elle est reconnue par l'AMF et la CVMO. La principale autorité de réglementation de la LCH est la Banque d'Angleterre. Par ailleurs, certains membres compensateurs étrangers donnant accès aux participants canadiens à des contreparties centrales étrangères peuvent aussi revêtir une importance cruciale.

¹¹ Dans ce contexte, les chambres de compensation s'entendent des contreparties centrales et des systèmes de règlement de titres. La Banque du Canada a également désigné d'autres types d'infrastructures de marchés financiers.

Bien que la composition du groupe de contreparties centrales d'importance systémique soit en grande partie demeurée inchangée au cours de la dernière décennie, certaines contreparties centrales dispensées semblent gagner en importance au Canada. Les autorités en valeurs mobilières provinciales qui ont dispensé ces entités surveillent périodiquement leurs activités et le risque que celles-ci posent aux marchés des capitaux canadiens (compte tenu de facteurs tels que le nombre de membres compensateurs et de clients au pays, les volumes des opérations compensées, les sûretés fournies, etc.). Les contreparties centrales dispensées au Canada sont habituellement désignées à titre d'infrastructures de marchés financiers d'importance systémique dans d'autres territoires, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et certains pays de l'Union européenne, et elles sont assujetties à des règles prudentielles et de surveillance renforcées¹².

Il est essentiel de suivre l'évolution du fonctionnement des contreparties centrales d'importance systémique. Deux projets majeurs sont en cours à la CDS. Le premier, appelé projet de modernisation des services de postnégociation, vise la modernisation complète de son infrastructure technologique. Le second a trait à l'abrégement, au Canada, du cycle de règlement standard des opérations sur titres de deux jours ouvrables à un jour après la date de l'opération. Prévues initialement au second semestre de 2023, la mise en œuvre du projet de modernisation des services de postnégociation a été repoussée jusqu'après l'entrée en vigueur du projet d'abrégement du cycle de règlement le 27 mai 2024. En outre, plusieurs contreparties centrales envisagent de recourir davantage à l'impartition ou de passer à l'infonagique, ce qui viendrait concentrer le risque sur un petit groupe de fournisseurs de services infonagiques. En 2022, le G7 a révisé un ensemble de lignes directrices relatives à la gestion des risques cybernétiques liés à des tiers afin de fournir aux autorités un cadre orientant les politiques publiques ainsi que les activités de réglementation et de surveillance¹³.

Les exigences en matière de constitution de marges applicables aux contreparties centrales peuvent accentuer le stress financier. Ces dernières années, des inquiétudes ont été soulevées quant à la nature procyclique des exigences en matière de constitution de marges et à la possibilité qu'elles amplifient ce stress. Ces inquiétudes ont émergé en raison de la volatilité des marchés pendant la pandémie et d'événements survenus récemment sur les marchés des marchandises et des titres à revenu fixe depuis l'invasion russe de l'Ukraine et les faillites de la Silicon Valley Bank et de Credit Suisse. Plusieurs projets ont été mis en branle dans le but de s'attaquer à cette vulnérabilité. Au Canada, les contreparties centrales canadiennes sont tenues¹⁴ de revoir et d'améliorer, régulièrement et au besoin, leurs modèles

¹² La CVMO dispense actuellement un certain nombre de contreparties centrales de l'obligation de reconnaissance au moyen de décisions de reconnaissance assorties de conditions et a conclu un protocole d'entente avec chacune des autorités du territoire d'origine afin de faciliter l'échange d'information. Elle rencontre ces autorités régulièrement ou au besoin.

¹³ Voir le document [Groupe des sept \(G7\) – Éléments fondamentaux pour la gestion des risques cybernétiques liés à des tiers dans le secteur financier](#).

¹⁴ Au Canada, les chambres de compensation réglementées sont assujetties au [Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation](#).

de constitution de marges pour demeurer résilientes en périodes de volatilité extrême¹⁵. En Amérique du Nord, l'abrègement du cycle de règlement standard pourrait contribuer à la réduction du risque de contrepartie auquel est exposé le système et, de ce fait, à celle des exigences de sûretés s'appliquant aux contreparties centrales du marché au comptant. À l'international, le CBCB, le CPIM et l'OICV ont publié en septembre 2022 leur rapport définitif sur l'examen des pratiques de constitution de marges des contreparties centrales¹⁶. D'autres travaux en cours s'intéressent à la procyclicité des marges, et portent plus particulièrement sur la transparence des modèles de constitution de marges des contreparties centrales et l'élaboration de mesures anti-procyclicité.

En règle générale, les vulnérabilités associées à la compensation par contrepartie centrale sont considérées comme faibles. Les contreparties centrales ont fait preuve de résilience lors des récentes situations de tensions sur le marché. Cependant, il convient de se pencher davantage sur les travaux réalisés à l'international pour comprendre le potentiel d'amplification des tensions qu'ont leurs pratiques en matière de constitution de marges. Le projet de modernisation des services de postnégociation de la CDS et le projet d'abrègement du cycle de règlement représentent d'importants changements pour les systèmes et les processus, dont la mise en œuvre se doit d'être harmonieuse afin de réduire au minimum les perturbations sur les marchés de valeurs.

¹⁵ Ces changements peuvent également aider à assurer une plus grande stabilité des ressources recueillies auprès des participants au marché tout au long du cycle.

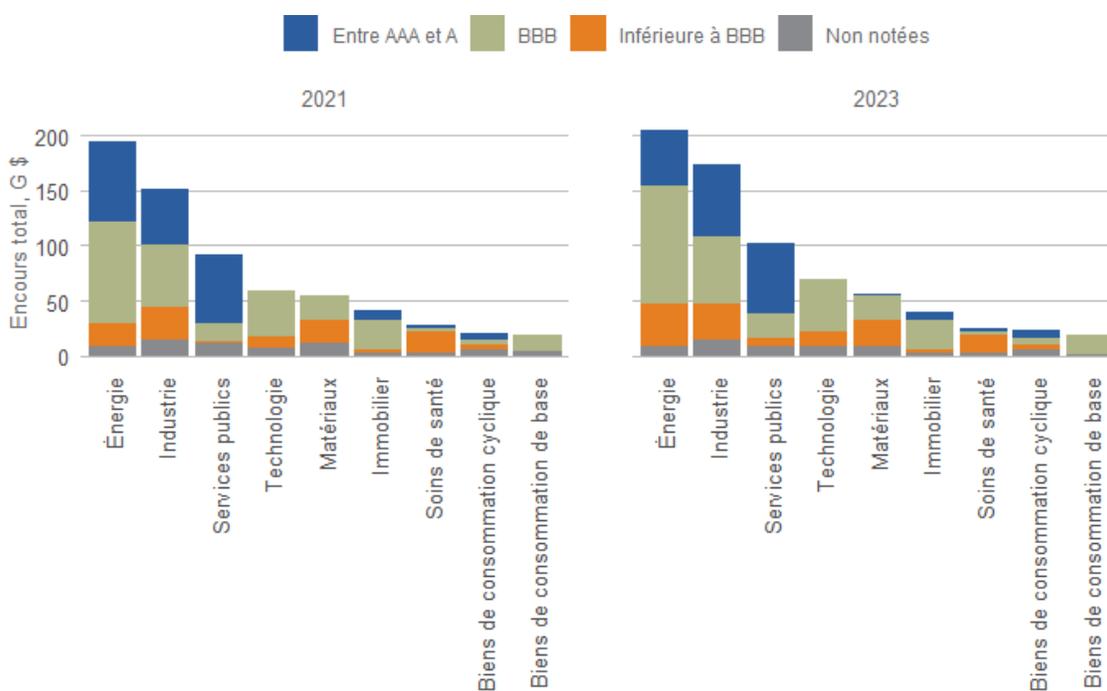
¹⁶ Voir le document du CBCB, du CPIM et de l'OICV intitulé [Review of margining practices](#).

Marché des obligations de sociétés

Dans son ensemble, la qualité de crédit des obligations de sociétés non financières canadiennes en circulation s'est légèrement détériorée au cours des dernières années.

Les sociétés non financières de plusieurs secteurs d'activité ont acquis davantage de titres de créance à rendement élevé par rapport à 2021. La portion d'obligations dont la notation se situe entre AAA et A a été réduite au profit des obligations notées BBB et des obligations à rendement élevé (dont la notation est inférieure à BBB), surtout dans le secteur énergétique. Près de la moitié des obligations de sociétés non financières en circulation ont été émises sur les marchés internationaux, et le tiers d'entre elles ont été classées dans la catégorie des obligations à rendement élevé. Dans les dernières années, environ 90 % de l'ensemble des obligations de sociétés non financières à rendement élevé ont été émises sur les marchés internationaux¹⁷.

Figure 5 – Obligations de sociétés non financières en circulation par secteur et notation



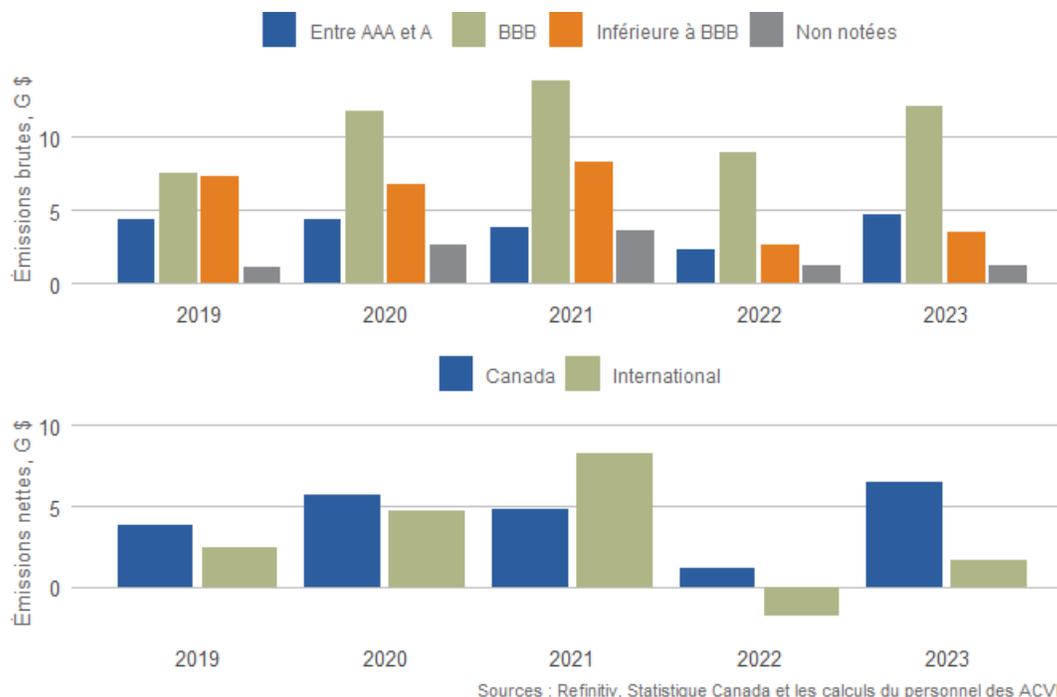
Sources : Refinitiv, Statistique Canada et les calculs du personnel des ACVM.

En 2023, les sociétés non financières ont émis des obligations ayant une notation plus élevée, et se sont moins appuyées sur les marchés internationaux que par les années passées. Après une année faste pour l'économie et les marchés caractérisée par la faiblesse des taux d'intérêt, les conditions de prêt se sont inversées en 2022 en raison de l'inflation et du resserrement rapide de la politique monétaire, ce qui a amené les entreprises à délaisser les marchés obligataires. Malgré l'inflation persistante, le taux directeur s'est stabilisé en 2023,

¹⁷ Sauf indication contraire, les statistiques figurant dans la rubrique sur les obligations de sociétés du rapport ont été établies par le personnel de la CVMO à partir des données fournies par Refinitiv et Statistique Canada.

ses augmentations se faisant moins fortes et fréquentes. Lorsque le besoin de refinancement s'est fait sentir, les émissions brutes d'obligations ont repris, mais de façon moindre sur les marchés des obligations à rendement élevé. Il y a bel et bien eu un rebond des émissions nettes sur les marchés internationaux depuis 2022, mais les montants sont demeurés relativement bas comparativement aux années précédentes, plus particulièrement 2021.

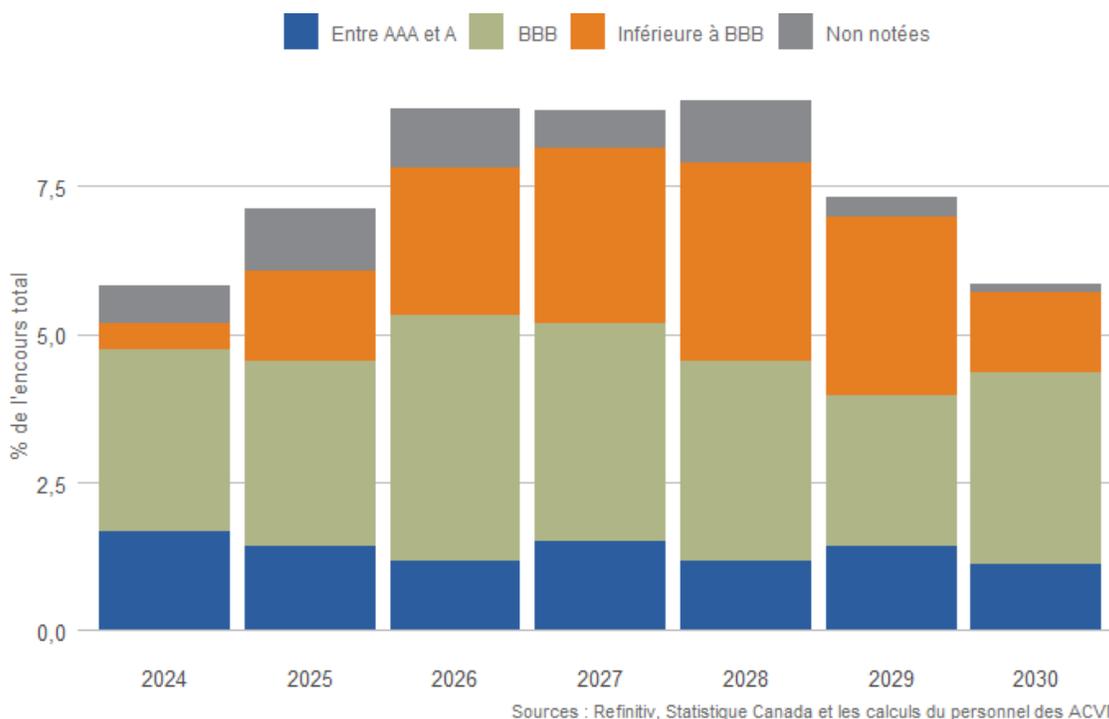
Figure 6 – Obligations de sociétés non financières : émissions brutes par notation et émissions nettes selon le marché



Le profil d'échéances des obligations de sociétés non financières canadiennes ne laisse pas entrevoir un risque de refinancement élevé pour ces sociétés dans les prochaines années. Vingt-deux pour cent des obligations de sociétés non financières en circulation arriveront à échéance au cours des trois prochaines années. Les obligations de qualité supérieure ont un profil d'échéances varié, sans périodes de pointe ou de creux prononcés, tandis que celles des obligations à rendement élevé sont davantage concentrées dans une fourchette de trois à cinq ans, ce qui cadre avec les dettes plus coûteuses. Ces dernières années, les échéances des obligations de sociétés financières canadiennes étaient légèrement moins concentrées dans la fourchette de trois ans, le pourcentage des obligations en circulation avec une telle échéance s'étant élevé à 48 % en 2023, contre 52 % en 2019¹⁸. Les montants arrivant à échéance dans plus de trois ans diminuent progressivement par la suite.

¹⁸ Au 31 décembre 2023, par rapport à la même mesure établie au 31 décembre 2019.

Figure 7 – Profil d'échéances des obligations de sociétés non financières en circulation



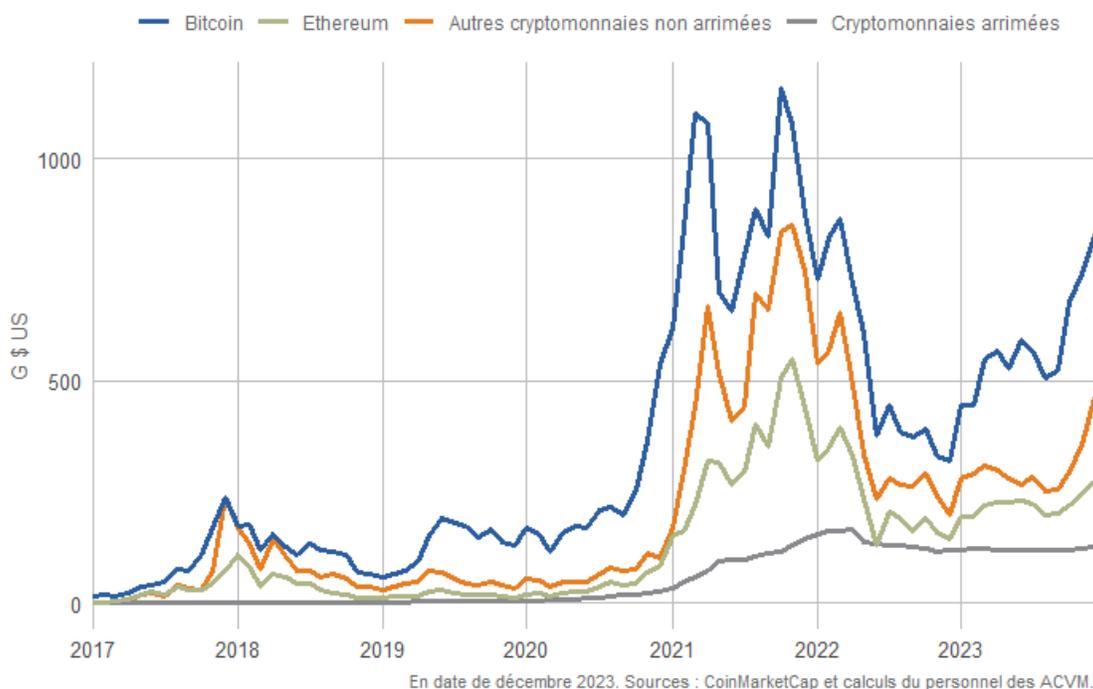
S'il devait y avoir des émissions d'obligations à court terme par la voie du financement de marché dans l'avenir, la flexibilité de la structure du capital des sociétés non financière procurerait de la stabilité. En effet, dans le contexte de hausse des taux d'intérêt et d'incertitude quant à leur trajectoire à long terme qui régnait en 2022, un grand nombre de ces sociétés se sont retirées du financement de marché, ce qui montre une certaine flexibilité de leur structure du capital dans son ensemble.

Marché des cryptoactifs

Le marché des cryptoactifs demeure volatil et instable. Bien que sa capitalisation ait augmenté en 2023, elle reste bien en deçà des sommets de 2021. De fait, plusieurs entités sont disparues depuis 2022, dont Terra Voyager, Three Arrows Capital, Babel Finance, Celsius, FTX, Core Scientific et Genesis Global Holdco. Plus récemment, la faillite de la Silicon Valley Bank en mars 2023 a pesé sur la valeur de négociation de l'USD Coin de Circle sur le marché secondaire, ce qui a occasionné une perte momentanée de son ancrage au dollar américain.

En décembre 2023, la capitalisation mondiale des cryptoactifs se chiffrait à 1,7 billion de dollars américains, soit une hausse de 116 % depuis décembre 2022. Le Bitcoin demeure le premier cryptoactif au chapitre de la capitalisation, celle-ci représentant environ la moitié du marché des cryptoactifs. La capitalisation de marché des cryptoactifs arrimés à une valeur, communément appelés « cryptomonnaies stables », s'élève aujourd'hui à 125 milliards de dollars américains, soit 7 % de la capitalisation de marché totale. En outre, le marché de la finance décentralisée ou « DeFi » (de l'anglais *decentralized finance*), qui n'est pas pris en compte dans ces données, affiche une capitalisation d'approximativement 77 milliards de dollars américains^{19, 20}.

Figure 8 – Cryptoactifs selon la capitalisation de marché



¹⁹ Voir la page de CoinGecko intitulée [Top 100 DeFi Coins by Market Capitalization](#).

²⁰ La finance décentralisée désigne habituellement le fait d'offrir des produits, des services, des ententes et des activités de nature financière au moyen de la technologie des registres distribués ou de la chaîne de blocs, y compris les codes s'exécutant d'eux-mêmes, appelés « contrats intelligents ».

Les vulnérabilités du marché des cryptoactifs sont principalement imputables à l'interconnexion, à la liquidité du financement ainsi qu'aux risques de rachat et de fonctionnement. Les événements de 2022, notamment l'effondrement de FTX et de Terra, ont d'ailleurs mis en exergue la forte interconnexion entre les acteurs du secteur des cryptoactifs, ce qui a entraîné une perte de confiance et un retrait généralisé.

À l'heure actuelle, les liens entre le secteur des cryptoactifs et le secteur financier traditionnel semblent limités. Les faillites récentes n'ont pas eu d'incidence significative sur ce dernier; seules quelques banques régionales aux États-Unis ont été touchées. S'agissant des investisseurs individuels, environ 10 % des Canadiens détiennent des cryptoactifs ou des parts de cryptofonds, et leur exposition est habituellement relativement faible, selon un sondage de la CVMO. Plus précisément, la valeur des placements de 61 % des porteurs de cryptoactifs et de 51 % des porteurs de parts de cryptofonds ne dépasse pas 20 000 \$²¹.

Les cryptoactifs arrimés à une valeur peuvent être exposés au risque de financement ou au risque de liquidité. Aussi appelés cryptomonnaies stables, ces cryptoactifs ont pour but le maintien d'une valeur stable en s'arrimant à la valeur d'une monnaie fiduciaire ou à une autre valeur ou à un autre droit. Cependant, des doutes quant aux réserves de ces cryptoactifs pourraient amener leurs porteurs à vouloir retirer leurs billes, ce qui pourrait entraîner une rupture entre le cours du cryptoactif et la valeur à laquelle il est arrimé et avoir des répercussions sur les institutions financières traditionnelles. Par exemple, la valeur de négociation sur le marché secondaire de l'USD Coin de Circle s'est écartée de son rattachement au dollar américain lorsqu'on a révélé que 3,3 milliards de dollars américains de sa réserve de 40 milliards de dollars américains pour ce cryptoactif se trouvaient à la Silicon Valley Bank, prêteur qui venait de s'écrouler.

Le secteur des cryptoactifs est très vulnérable aux risques opérationnels, y compris les risques cybernétiques et de gouvernance. On estime à 3,8 milliards de dollars américains les fonds qui ont été dérobés aux entreprises de cryptomonnaies en 2022, soit le plus important montant annuel jamais enregistré²². Les protocoles DeFi étaient principalement visés.

La protection des consommateurs demeure un important cheval de bataille pour les autorités de réglementation. Les ACVM travaillent de façon proactive à la mise en œuvre des dispositifs de protection nécessaires, notamment en ce qui concerne les plateformes de négociation de cryptoactifs (PNC)²³. Les plateformes facilitant la négociation de cryptoactifs doivent se conformer aux obligations concernant leurs activités, leurs contrôles internes et

²¹ Voir le [sondage sur les cryptoactifs](#) de la CVMO (en anglais seulement). Il convient de noter que le secteur canadien des fonds d'investissement de cryptoactifs est de petite taille (environ deux milliards de dollars) et ne pose aucun risque systémique.

²² Voir le rapport de Chainalysis intitulé [The 2023 Crypto Crime Report](#).

²³ Pour de plus amples renseignements sur les circonstances dans lesquelles une PNC peut être assujettie à la législation en valeurs mobilières, se reporter à l'[Avis 21-327 du personnel des ACVM, Indications sur l'application de la législation en valeurs mobilières aux entités facilitant la négociation de cryptoactifs](#) et à l'[Avis conjoint 21-329 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, Indications à l'intention des plateformes de négociation de cryptoactifs : Conformité aux obligations réglementaires](#).

l'information à fournir aux clients. À l'heure actuelle, 12 PNC sont inscrites, et 10 ont souscrit un engagement préalable à l'inscription auprès des ACVM²⁴. En outre, les ACVM ont récemment publié l'Avis 21-333 du personnel des ACVM, *Plateformes de négociation de cryptoactifs : conditions applicables à la négociation de cryptoactifs arrimés à une valeur avec des clients*²⁵. Cet avis présente les conditions auxquelles les PNC doivent se conformer pour continuer de permettre aux clients canadiens d'acheter ou de déposer des cryptoactifs adossés à une monnaie fiduciaire²⁶. Il ne s'agit que d'une approche temporaire, les ACVM poursuivant leurs travaux à ce sujet.

En étroite collaboration avec d'autres organismes de réglementation, les ACVM poursuivent l'examen des lacunes et des risques en matière de surveillance, en particulier ceux ayant trait aux cryptoactifs arrimés à une valeur. Sur la scène internationale, l'AMF et la CVMO collaborent avec le groupe de travail de l'OICV sur les fintech, qui est chargé d'élaborer et de mettre en place le programme réglementaire qui s'appliquera aux fintech et à l'écosystème des cryptoactifs. Par l'intermédiaire de ce groupe de travail, l'OICV a publié en 2023 un document renfermant des recommandations réglementaires destinées aux marchés des cryptoactifs et des actifs numériques²⁷. En 2024, l'OICV entreprendra le développement d'un programme visant à favoriser et à surveiller l'adoption et la mise en œuvre rapides de ces recommandations par ses membres partout dans le monde.

²⁴ Voir les pages [Plateformes de négociation de cryptoactifs autorisées à faire affaire avec les Canadiens](#) et [Plateformes de négociation de cryptoactifs ayant souscrit un engagement préalable à l'inscription](#) sur le site Web des ACVM.

²⁵ Voir l'[Avis 21-333 du personnel des ACVM, Plateformes de négociation de cryptoactifs : conditions applicables à la négociation de cryptoactifs arrimés à une valeur avec les clients](#).

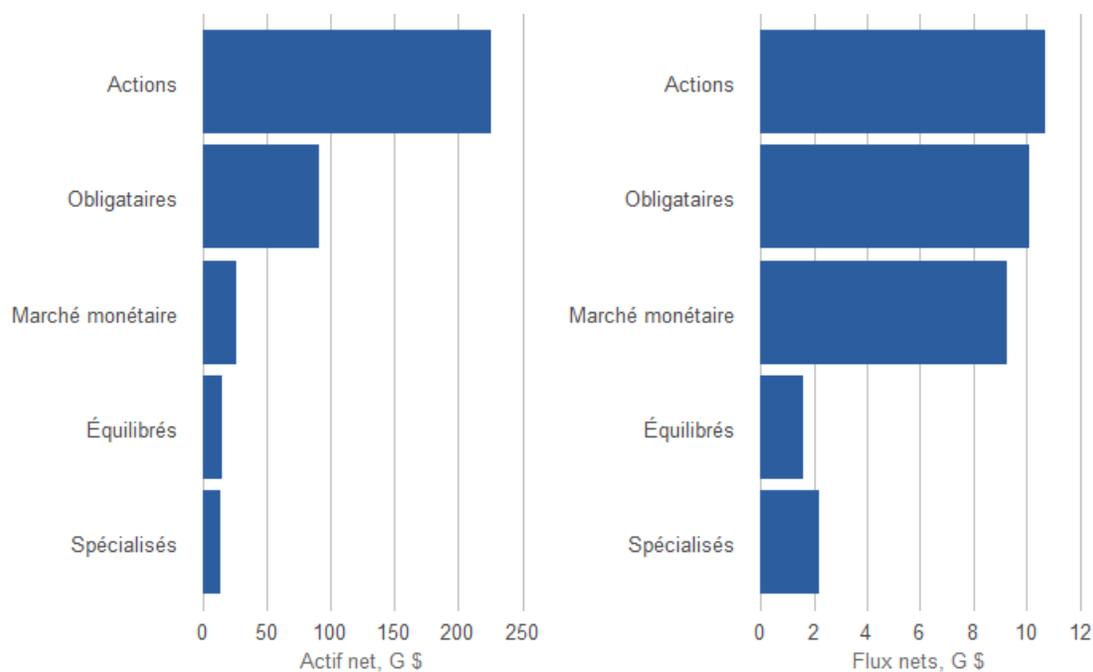
²⁶ Les cryptoactifs adossés à une monnaie fiduciaire sont des cryptoactifs arrimés à une valeur dont l'objectif est de reproduire la valeur d'une seule monnaie fiduciaire et à l'égard desquels l'émetteur maintient une réserve adéquate d'actifs libellés dans cette monnaie. Voir l'[Avis 21-333 du personnel des ACVM, Plateformes de négociation de cryptoactifs : conditions applicables à la négociation de cryptoactifs arrimés à une valeur avec les clients](#).

²⁷ Voir le document de l'OICV intitulé [Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets](#).

Fonds négociés en bourse

Propulsés par les rendements positifs des marchés boursiers, les fonds négociés en bourse (FNB) canadiens ont affiché l'année dernière une croissance considérable au chapitre des actifs sous gestion. En novembre 2023, l'actif net de ces FNB totalisait 369,3 milliards de dollars, soit un bond de 56 milliards de dollars par rapport à décembre 2022²⁸. Cette année, le marché des FNB a continué d'attirer de nouveaux investissements et d'enregistrer d'importantes entrées nettes, tandis que les organismes de placement collectifs (OPC) ont subi des sorties nettes. Des entrées nettes ont été observées dans toutes les grandes catégories d'actifs des FNB (voir la figure 9). Il importe de souligner la croissance des FNB du marché monétaire, particulièrement ceux qui investissent dans des comptes de dépôt. Le marché des FNB a pris beaucoup d'expansion dans les dernières années; il représente aujourd'hui approximativement 13 % de l'actif net de l'ensemble des fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne au Canada²⁹.

Figure 9 – Actif net et flux nets des FNB, depuis le début de l'année (en date de novembre 2023)



Sources : IFIC et calculs du personnel des ACVM.

S'agissant de la stabilité financière, la résilience du marché des FNB en cas de choc financier important peut constituer une préoccupation. Il se pourrait notamment que la liquidité sur les marchés primaires et secondaires des FNB s'amenuise, par exemple en présence d'écart acheteurs-vendeurs notables et d'un volume d'opérations réduit. En outre, le prix des opérations sur les titres de FNB effectuées sur les marchés secondaires pourrait

²⁸ Voir le document [Statistiques mensuelles de l'IFIC sur les fonds d'investissement – Novembre 2023](#).

²⁹ Voir le [sondage sur les fonds d'investissement](#) de la CVMO (en anglais seulement). Fonds avec prospectus distincts seulement. Données en date de 2022.

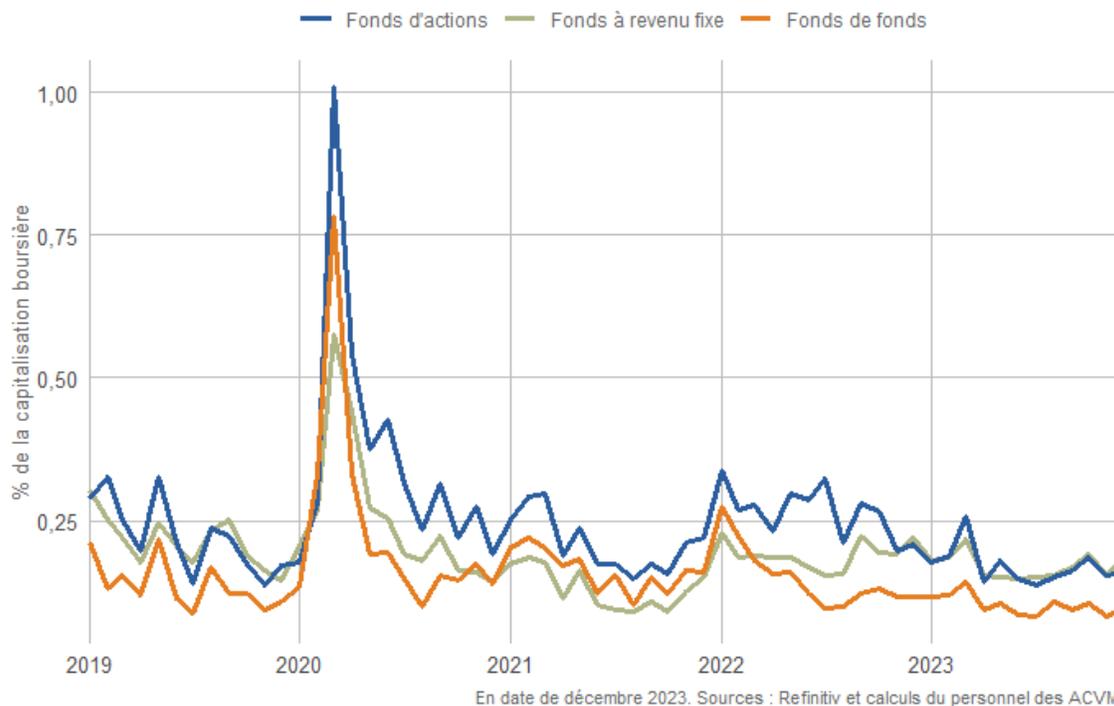
différer sensiblement de la valeur de leurs actifs sous-jacents, qui est représentée par leur valeur liquidative. Ces préoccupations sont plus grandes encore à l'égard des FNB qui investissent dans des actifs moins liquides, comme certaines obligations de sociétés ou d'autres titres à revenu fixe qui ne sont pas habituellement négociés sur des marchés centralisés.

Le marché des FNB montre de multiples éléments structuraux inhérents qui renforcent sa résilience, même en période de tensions. Par exemple, les courtiers autorisés au Canada, qui sont des entités pouvant traiter directement avec les promoteurs de FNB, jouent un rôle de premier plan dans l'écosystème de ces fonds. Lorsque le cours d'un FNB s'écarte de sa valeur liquidative, ces courtiers sont incités à acheter ou à vendre des parts de ce FNB sur le marché secondaire pour tirer parti des occasions d'arbitrage. De plus, les teneurs de marché désignés facilitent la négociation ordonnée des titres de FNB sur les marchés en favorisant la liquidité des deux côtés de l'opération par la publication des ordres d'achat ou de vente à cours limité.

De récents épisodes de stress financiers ont montré la résilience du marché canadien des FNB. Ce dernier a notamment enregistré des hausses marquées du volume des opérations après le choc financier de la COVID-19 ainsi qu'une intensification des activités de création et de rachat dans leur ensemble, y compris dans la catégorie des FNB à revenu fixe. Cependant, de façon analogue aux tendances observées sur les marchés étrangers, les écarts entre le cours du marché et la valeur liquidative se sont fortement creusés, particulièrement pour ce type de FNB. Selon notre analyse, ces écarts étaient vraisemblablement imputables, entre autres, à l'incertitude entourant l'évaluation des obligations détenues au moment où les marchés obligataires au comptant étaient sous pression³⁰. Depuis le choc de la COVID-19, le marché des FNB s'est maintenu dans l'ensemble malgré la grande volatilité des marchés. On constate également sur la scène internationale que, de façon générale, la structure des FNB est demeurée résiliente pendant les périodes de tensions historiques³¹.

³⁰ Pour une analyse plus exhaustive des facteurs ayant pu favoriser les écarts entre le cours du marché et la valeur liquidative, voir le document de l'OICV intitulé [Exchange Traded Funds Thematic Note – Findings and Observations during COVID-19 induced market stresses](#).

³¹ Voir le document de l'OICV intitulé [Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds](#).

Figure 10 – Volume de négociation quotidien des FNB

Le CRS suit également l'évolution d'une autre tendance : la croissance des FNB actifs.

Contrairement aux FNB passifs reproduisant un indice, ces FNB sont associés à des gestionnaires de portefeuille qui ont le mandat discrétionnaire d'augmenter ou de réduire les positions sur certains titres. La proportion des FNB actifs a augmenté pour atteindre aujourd'hui environ 12 % du marché canadien des FNB au chapitre de l'actif net³². Certains gestionnaires de FNB actifs ne divulguent pas quotidiennement au public la composition du portefeuille de leurs FNB, probablement pour préserver le caractère confidentiel de leurs stratégies d'investissement³³. Lorsque la composition du portefeuille d'un FNB est présentée au public fréquemment, les participants au marché qui ne sont pas des courtiers autorisés peuvent aussi contribuer à la réduction des écarts entre les cours et la valeur liquidative ainsi que des écarts acheteurs-vendeurs. Selon une analyse préliminaire du CRS, les FNB actifs, y compris ceux qui ne divulguent pas quotidiennement la composition de leur portefeuille, semblent avoir fait preuve de résilience lors des récentes périodes de tensions, même s'ils ont parfois affiché des écarts acheteurs-vendeurs un peu plus grands et un volume d'opérations relativement moins élevé que ceux des autres FNB.

³² Selon le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO. Les FNB sont considérés comme actifs ou gérés activement s'ils ont recours à une méthode de répartition du portefeuille discrétionnaire. Ces FNB ne suivent aucun indice ni n'emploient aucune méthode de répartition du portefeuille fondée sur des règles. Ce sondage ne porte que sur les FNB, ce qui exclut les OPC comportant des séries de titres de FNB. Les données sont en date de décembre 2022.

³³ Toujours selon le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO, environ 55 % des FNB actifs ne présentent pas au public la composition de leur portefeuille sur leur site Web (ou celui de leur gestionnaire) avant l'ouverture de la bourse où leurs titres sont principalement inscrits. Ce sondage ne porte que sur les FNB, ce qui exclut les OPC comportant des séries de titres de FNB. Les données sont en date de décembre 2022.

En 2023, les ACVM ont lancé un examen des FNB³⁴. Elles évaluent actuellement si la réglementation s'appliquant aux FNB demeure pertinente. Elles se concentrent sur les caractéristiques qui y sont propres, comme les opérations effectuées sur le marché secondaire, la création et le rachat de parts de FNB par les courtiers autorisés ainsi que le mécanisme d'arbitrage qui sert à maintenir le cours du FNB à un niveau se rapprochant de la valeur de son portefeuille sous-jacent.

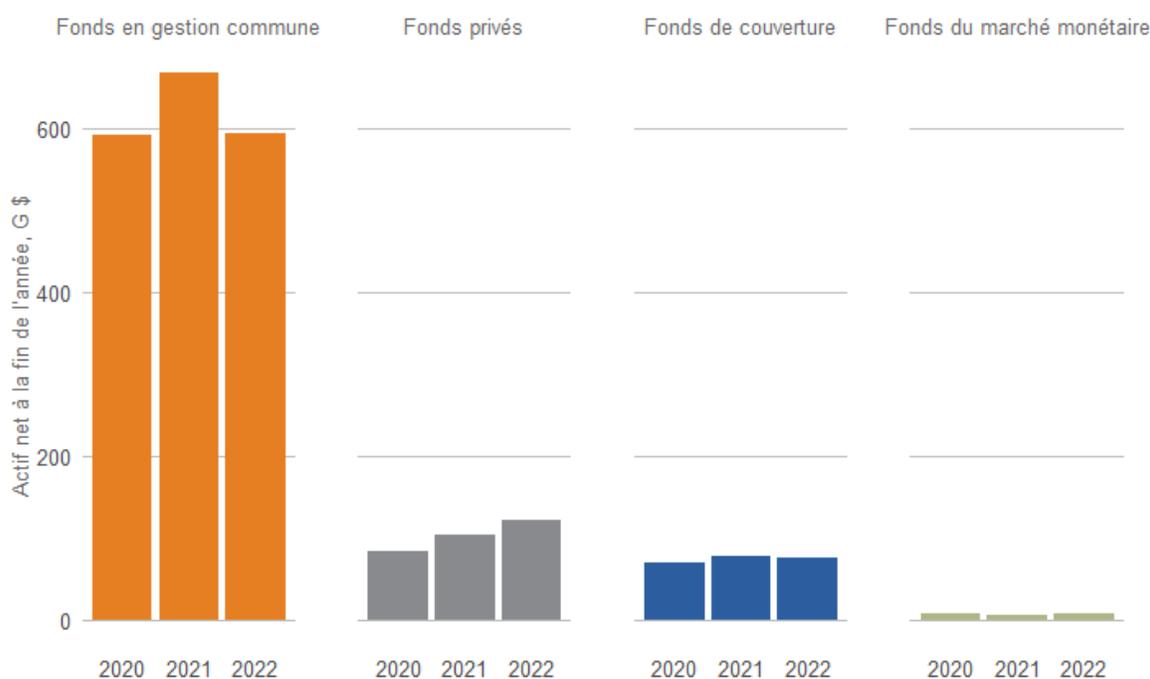
Le CRS continuera de surveiller la résilience des FNB. Il se concentrera sur les FNB qui investissent dans des actifs moins liquides et qui emploient des stratégies de gestion active.

³⁴ Voir [Les autorités en valeurs mobilières du Canada entreprennent un examen des fonds négociés en bourse](#).

Fonds dispensés de prospectus

L'actif net des fonds dispensés de prospectus a diminué en 2022. Selon les données du sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO à la fin de l'année 2022, l'actif net des fonds dispensés de prospectus a affiché un recul en 2022, les fonds en gestion commune étant les plus touchés, ce qui cadre avec les tendances observées pour les OPC et les FNB. La baisse de l'actif net des fonds en gestion commune s'explique par la dévaluation de leurs portefeuilles de titres de capitaux propres et de titres à revenu fixe ainsi que par les rachats nets des porteurs de parts. À l'inverse, les fonds dispensés de prospectus qui investissent dans des actifs privés, comme le capital-investissement, les créances privées, les infrastructures et l'immobilier, ont continué à enregistrer de nombreuses souscriptions et une croissance vigoureuse.

Figure 11 – Taille des fonds dispensés de prospectus à la fin de l'année³⁵



Sources : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

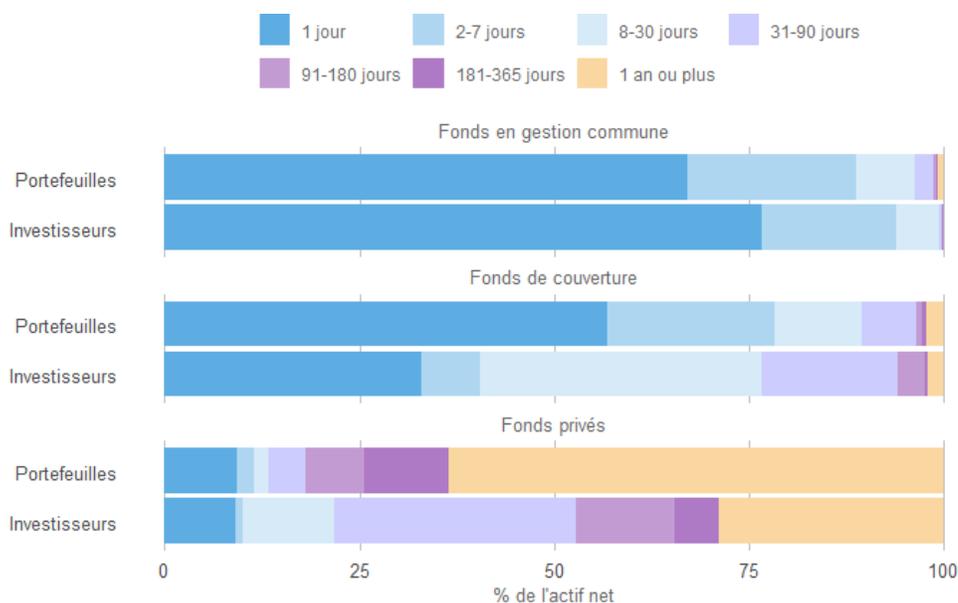
Tout comme les OPC sous le régime de prospectus, les fonds dispensés de prospectus sont exposés aux risques de liquidité. Les fonds qui enregistrent des sorties de fonds importantes des investisseurs pourraient peiner à répondre aux demandes de rachat des porteurs de parts, surtout si leurs titres sous-jacents sont non liquides. Bien que les entrées et les sorties de fonds qui découlent des changements d'humeur des investisseurs touchent tous les fonds d'investissement, le risque de sorties de fonds peut être plus grand pour les fonds dispensés de prospectus qui investissent dans des actifs privés et s'appuient sur des investisseurs institutionnels qui peuvent retirer des montants considérables rapidement.

³⁵ Dans le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO, les fonds d'investissement privés sont classés dans les catégories des autres fonds ou des fonds non liquides ainsi que dans celle des fonds de société en commandite d'actions accréditives dispensés de prospectus.

Les fonds dispensés de prospectus ne sont pas assujettis aux obligations prévues par le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement et aux obligations relatives aux rachats quotidiens qui peuvent s'appliquer aux OPC. Ces fonds disposent d'un arsenal plus large pour répondre aux demandes de rachat des porteurs de parts, y compris des périodes de préavis. Par exemple, un gestionnaire de fonds d'investissement peut exiger un préavis d'au moins un mois avant que l'investisseur puisse obtenir le rachat de ses parts de fonds de couverture. Ces conditions de rachat permettent l'arrimage du rythme des rachats de parts au profil de liquidité d'un portefeuille du fonds.

Globalement, les risques de liquidité des fonds en gestion commune et des fonds de couverture sont bien gérés, leurs conditions de rachat correspondant largement à la liquidité de leurs portefeuilles sous-jacents. Dans l'ensemble, les fonds dispensés de prospectus qui investissent dans des actifs privés, comme le capital-investissement, les créances privées ou l'immobilier, signalent des asymétries de liquidité. Il en est ainsi lorsque les investisseurs peuvent retirer des fonds avant que des titres du portefeuille sous-jacent ne puissent être vendus (voir les deux dernières lignes que la figure 12). Advenant une augmentation du nombre de retraits par les investisseurs, ces fonds pourraient être contraints de suspendre ou de restreindre les rachats pour effectuer les paiements de rachat de façon ordonnée.

Figure 12 – Liquidité des fonds dispensés de prospectus depuis la fin de l'année 2022³⁶



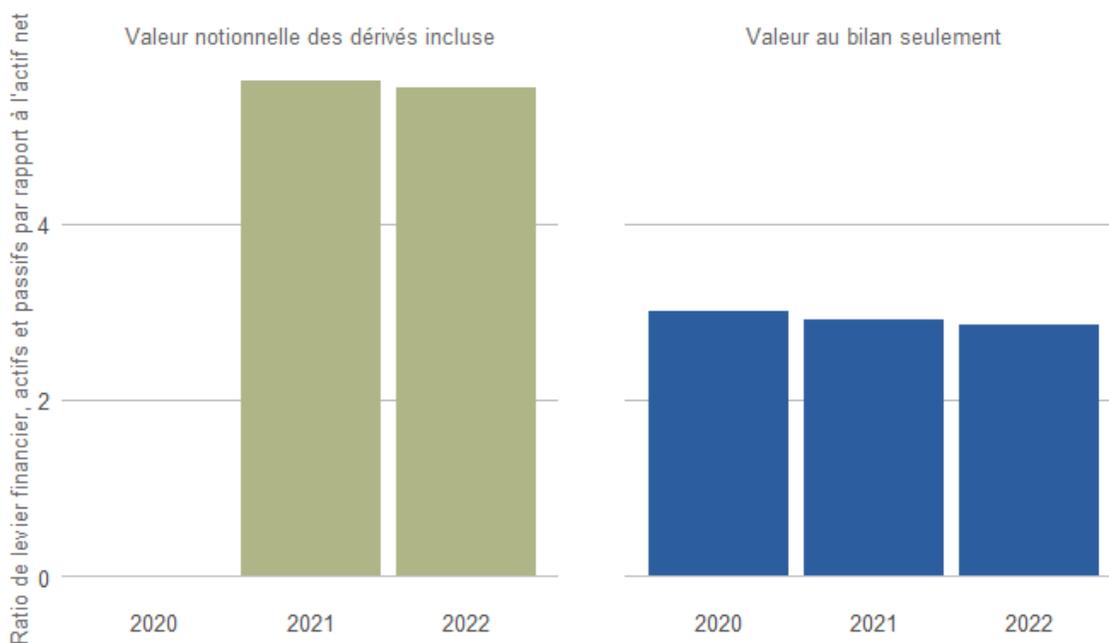
Sources : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

³⁶ La liquidité du portefeuille s'entend de la période estimative qu'il faudrait à un fonds pour vendre ses titres sous-jacents dans une conjoncture normale, exclusion faite de la période de règlement. La liquidité pour les investisseurs correspond à la période la plus courte qu'il faudrait aux investisseurs d'un fonds pour vendre l'ensemble de leurs parts conformément aux conditions de rachat de celui-ci, compte non tenu de la période de règlement. S'agissant des OPC soumis au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement, les parts peuvent être rachetées en une journée. En ce qui concerne les fonds dispensés de prospectus dont les conditions de rachat sont assorties d'une période de préavis, les investisseurs pourraient devoir attendre un mois, voire un trimestre, avant que la totalité de leurs parts soit rachetée.

L'utilisation de l'effet de levier par les fonds dispensés de prospectus peut poser des risques aux contreparties et au système financier dans son ensemble. L'effondrement en 2021 d'Archegos Capital Management, un *family office* (bureau de gestion de patrimoine) américain qui n'est pas un fonds de couverture, a mis en relief les périls associés à l'effet de levier par l'exposition aux marchés des dérivés. Il pourrait être ardu pour d'autres participants au marché de bien cerner ou évaluer ces risques.

Les fonds dispensés de prospectus ne sont pas soumis aux restrictions en matière d'emprunt imposées aux OPC régis par le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement. En l'absence de telles restrictions, ces fonds peuvent utiliser l'effet de levier de manière non négligeable. Cependant, cette pratique est limitée en réalité. Les fonds de couverture ont tendance à y recourir davantage que les autres fonds dispensés de prospectus, mais en général, leur utilisation de l'effet de levier demeure relativement modeste et a même diminué depuis 2020. Si l'on englobe l'effet de levier synthétique via les marchés des dérivés, son emploi par les fonds de couverture est un peu plus élevé dans l'ensemble, mais une grande partie de l'exposition notionnelle aux dérivés est une exposition à des instruments de couverture, comme les dérivés de change et les dérivés sur taux d'intérêt à faible risque (voir la figure 13).

Figure 13 – Effet de levier des fonds de couverture à la fin de l'année³⁷



Sources : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

Le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO a permis de combler les lacunes dans les données sur les fonds d'investissement, en particulier sur les fonds dispensés de prospectus. Ce sondage fournit de l'information cruciale concernant, entre autres, l'effet de levier, l'exposition aux différentes catégories d'actifs, les titres détenus et la liquidité du fonds. Les données recueillies ont été transmises aux autres membres des ACVM et à la

³⁷ Il n'existe aucune donnée sur l'exposition notionnelle aux dérivés pour les fonds de fonds en 2020.

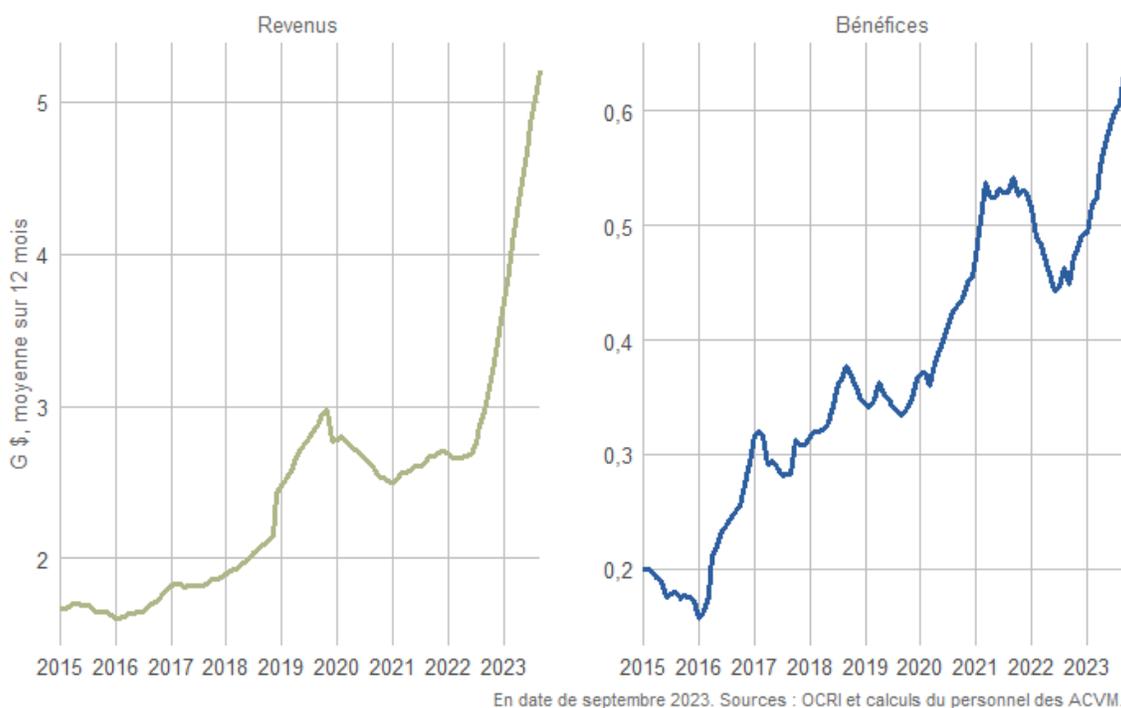
Banque du Canada pour veiller à ce que les risques que prennent les fonds d'investissement soient connus des divers organismes de réglementation fédéraux et provinciaux s'intéressant aux fonds d'investissement et au risque systémique. Un tableau de bord présentant un sommaire des données du sondage est aussi mis à la disposition du public³⁸.

³⁸ Voir le [sondage sur les fonds d'investissement](#) de la CVMO (en anglais seulement).

Courtiers en placement

La hausse des revenus d'intérêts nets a favorisé l'augmentation du chiffre d'affaires et de la rentabilité des courtiers en placement membres de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI)³⁹ au cours des derniers trimestres. Les revenus tirés des frais sont demeurés relativement stables, tandis que ceux provenant des commissions et des services bancaires d'investissement sont en deçà des niveaux de 2021. La croissance du secteur se maintient au chapitre du nombre de sociétés et d'employés.

Figure 14 – Revenus et bénéfices des courtiers en placement membres de l'OCRI



La principale vulnérabilité à laquelle les courtiers en placement exposent les marchés financiers est la faillite d'un grand courtier. La forte interconnexion entre les grands courtiers et les autres participants au marché pourraient avoir de vastes répercussions. Des mesures de protection ont toutefois été mises en place, comme l'inspection approfondie des courtiers en placement par l'OCRI et la surveillance de la situation financière consolidée des institutions financières consolidantes par le BSIF ou les autorités provinciales de réglementation prudentielle. Les institutions financières sous réglementation fédérale et provinciale qui ont des filiales de courtage sont également soumises à une autorité de résolution, comme la SADC. Les plans de reprise après sinistre et de continuité des activités circonscrivent les conséquences et les probabilités d'une faillite, et le Fonds canadien de protection des investisseurs protège les actifs des investisseurs⁴⁰. En outre, la CDCC a mis en place le régime de séparation et de transférabilité, lequel autorise le transfert de positions sur

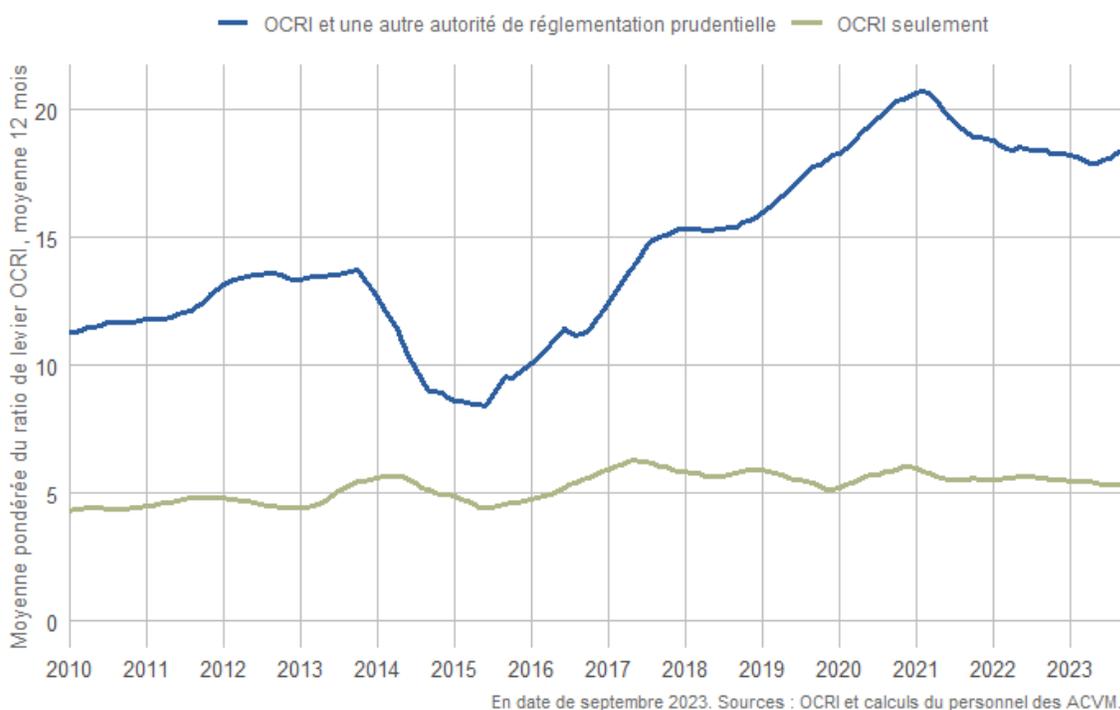
³⁹ Le 1^{er} janvier 2023, l'OCRCVM et l'ACFM se sont regroupés pour former l'OCRI.

⁴⁰ Voir l'article 12.4.1 du [Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché](#) et la Partie A de la Règle 4700 des [Règles visant les courtiers en placement et règles partiellement consolidées](#).

contrats à terme de clients et la sûreté connexe d'un participant au marché défaillant à un participant de remplacement dans le cadre d'une procédure de faillite, ce qui vient renforcer la stabilité financière.

Une plus grande utilisation de l'effet de levier par les courtiers pourrait accroître les vulnérabilités et les répercussions potentielles sur les prêteurs et d'autres contreparties en cas de faillite. Les plus importants courtiers au Canada sont détenus par des institutions de dépôt sous la surveillance du BSIF ou des autorités de réglementation provinciales qui effectuent une supervision prudentielle de leurs bilans consolidés. L'effet de levier figurant au bilan consolidé de ces institutions est relativement stable depuis 2005. Par contre, celui de leurs filiales de courtage s'est substantiellement accru entre 2015 et le début de 2021, avant de reculer dans les dernières années. Les courtiers qui ne sont pas détenus par des institutions de dépôt ne sont pas assujettis au plafonnement du ratio de levier financier ou d'investissement imposé par le BSIF ou les autorités provinciales de réglementation prudentielle, mais leurs ratios de levier financier font l'objet d'un suivi par l'OCRI et demeurent faibles (voir la figure 15).

Figure 15 – Effet de levier des courtiers en placement canadiens selon les autorités de contrôle

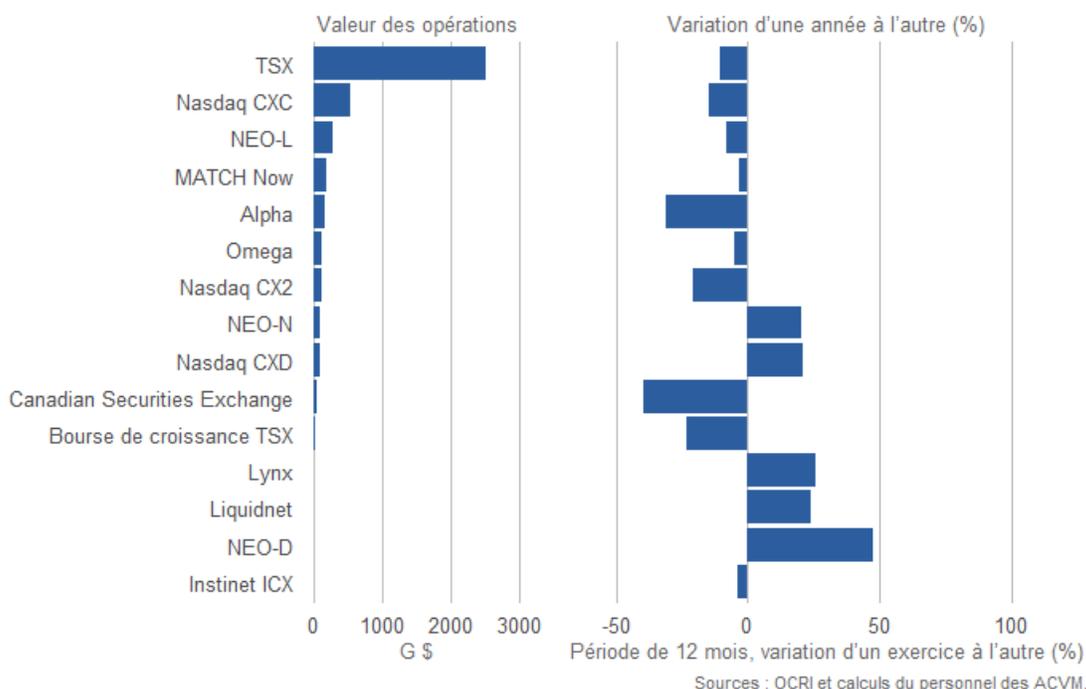


Les cybermenaces, qui demeurent un enjeu pour les courtiers et les autres participants au marché, comptent parmi les autres vulnérabilités des courtiers en placement. Ces derniers devront continuer d'investir dans la cybersécurité pour s'adapter aux avancées technologiques.

Marchés

Pour la période de 12 mois close le 31 décembre 2023, la valeur totale des opérations sur les marchés boursiers canadiens s'est élevée à 4,2 billions de dollars, soit un repli de 10 % par rapport à la période de 12 mois précédente. Les cinq principaux marchés boursiers en fonction de valeur des opérations étaient la Bourse de Toronto (TSX), loin en tête au chapitre des parts de marché, Nasdaq CXC, NEO-L, MATCH Now et Alpha. Les marchés opaques, c'est-à-dire NEO-D et Nasdaq CXD, ont connu une solide croissance pour la deuxième année consécutive. Les bourses du Groupe TMX (Alpha, le TSX et la Bourse de croissance TSX) ont toutes affiché un recul, et la Bourse de croissance TSX ainsi que Alpha ont enregistré une baisse de 23 % et de 31 % respectivement, de la valeur des opérations qui avaient été conclues au cours des 12 mois précédents.

Figure 16 – Valeur des opérations et variation, en pourcentage, d'une année à l'autre sur les marchés boursiers pour la période de 12 mois close en décembre 2023



Toute perturbation majeure d'un marché prédominant qui joue un rôle central dans la transmission de données peut avoir d'importantes conséquences sur les participants au marché et l'ensemble des opérations boursières. Tous les marchés peuvent subir des pannes, mais celles touchant les bourses du Groupe TMX peuvent avoir des impacts plus graves en raison de leur position centrale dans la structure des marchés canadiens.

Rares et brèves ont été les perturbations des marchés au Canada. En vertu du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, tous les marchés canadiens sont tenus de maintenir leurs systèmes, de disposer de systèmes de secours, d'effectuer des analyses de vulnérabilité et des examens des systèmes, de fournir des plateformes d'essai pour les interfaces externes

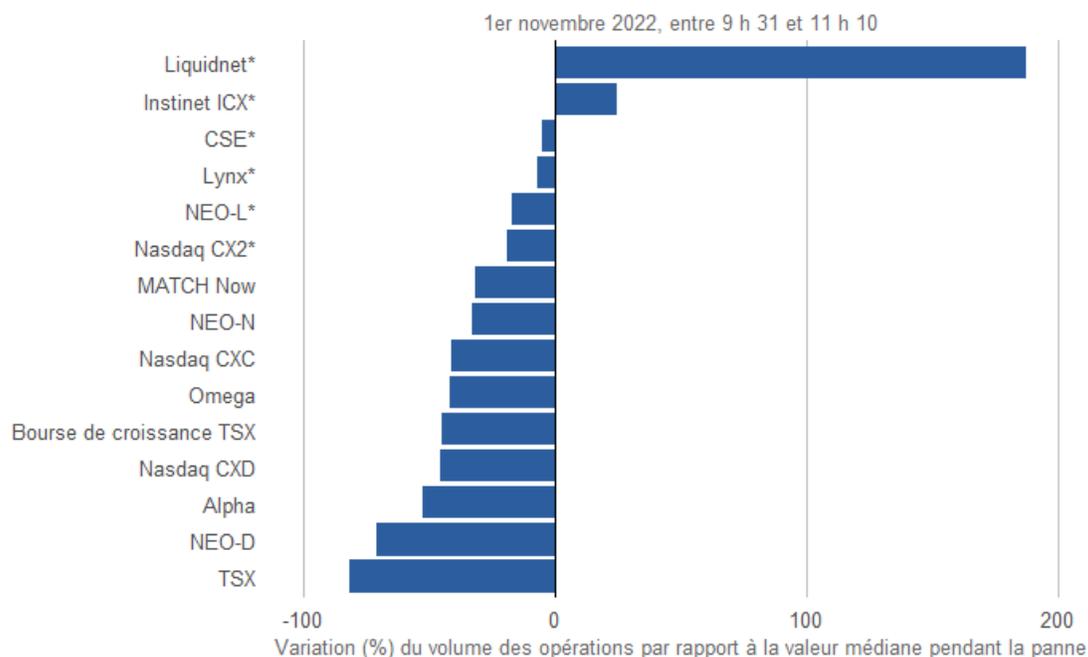
et d'avoir un plan de continuité des activités⁴¹. Ces obligations ainsi que les investissements constants des marchés pour accroître la fiabilité de leurs systèmes ont contribué à limiter les perturbations à des événements brefs et isolés. Prenons l'exemple du temps de fonctionnement des bourses du Groupe TMX, qui a été supérieur à 99,9 %.

Bien que les risques de perturbations majeures soient faibles et bien gérés, il existe des incertitudes quant aux conséquences et à l'ampleur du déplacement des opérations vers d'autres marchés dans une telle situation. Pendant une panne des bourses du Groupe TMX, des courtiers et d'autres participants au marché pourraient ne pas être en mesure de réacheminer leurs flux d'ordres vers d'autres plateformes, ou ne pas en avoir la volonté. Même si les courtiers ont la connectivité nécessaire et l'accès à tous les marchés protégés et à la grande majorité des marchés non protégés conformément aux exigences de meilleure exécution, ils ont tendance à se fier principalement aux données du marché en temps réel du Groupe TMX lorsqu'ils traitent avec des clients individuels⁴². Par conséquent, une panne des bourses du Groupe TMX pourrait compromettre l'accès à l'information de certains participants au marché et investisseurs, ce qui empêcherait dans les faits la poursuite des opérations sur les autres marchés qui sont toujours fonctionnels. Il pourrait s'agir d'une préoccupation de taille pour les investisseurs individuels et leurs conseillers qui n'ont peut-être accès qu'aux données de marché du Groupe TMX.

⁴¹ Voir le [Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché](#).

⁴² Un marché est protégé s'il atteint le seuil de part de marché de 2,5 %, ou si les ordres visent des titres qui sont inscrits à la cote de ce marché et qui y sont négociés. S'il satisfait à l'un ou l'autre de ces critères, mais qu'il n'offre pas la fonctionnalité de négociation automatisée ou n'affiche pas les ordres, il n'est pas protégé. Les participants au marché ne sont pas obligés de se connecter aux marchés non protégés, mais les exigences de l'OCRI en matière de meilleure exécution requièrent que le courtier considère ces marchés en fonction d'un certain nombre de critères.

Figure 17 – Incidence de la panne des bourses du Groupe TMX en 2022 sur le volume des opérations sur les marchés boursiers⁴³



*Fluctuation habituelle probable du volume. Sources : Plateforme d'analyse des marchés des ACVM et calculs du personnel des ACVM.

Pour illustrer les répercussions de pannes sur d'autres marchés, nous avons analysé celle des bourses du Groupe TMX survenue le 1^{er} novembre 2022⁴⁴. Nous avons examiné ses contrecoups sur le volume des opérations des titres de capitaux propres non intercotés et des obligations non garanties négociées en bourse en comparant le volume des opérations pendant cette interruption avec celui de la même période dans les jours qui l'ont précédée. Lors de la panne des bourses du Groupe TMX survenue le 1^{er} novembre 2022 entre 9 h 31 et 11 h 10, il y a eu une baisse de 48 % du volume des opérations sur tous les marchés boursiers, au total, par rapport au volume des opérations médian pendant la même période au cours des 100 derniers jours de bourse précédents.

Il existe des preuves solides d'un recul du volume des opérations sur la plupart des marchés boursiers durant la panne de 2022. Plutôt que de constater une hausse ou une stabilisation des activités de négociation sur les autres marchés qui auraient bénéficié de cette panne, nous avons observé une baisse considérable de ces activités sur la quasi-totalité des marchés⁴⁵.

⁴³ Le deuxième registre de négociation de la Bourse des valeurs canadiennes (le CSE2) a été lancé le 24 octobre 2022, et n'était fonctionnel que depuis cinq jours de bourse avant que la panne survienne. Il n'a donc pas été pris en considération dans cette analyse.

⁴⁴ Pour en savoir plus sur cet incident, voir le [rapport d'incident du Groupe TMX](#).

⁴⁵ Les hausses enregistrées par certains marchés se situaient dans une fourchette normale et, par conséquent, nous ne pouvons pas conclure qu'elles découlaient de la panne.

Globalement, l'incidence de la panne de novembre 2022 sur les marchés boursiers canadiens semble limitée. Celle-ci a été de courte durée, et la négociation a repris aussitôt que les marchés ont été fonctionnels. Une évaluation plus approfondie pourrait toutefois tenir compte d'autres facteurs, comme les répercussions sur les marchés interconnectés et les activités ainsi que le coût de renonciation pour les courtiers qui n'ont pu mener à bien leurs activités de négociation. Quoiqu'il en soit, nous sommes d'avis que même si les perturbations potentielles des marchés financiers posent un certain risque pour les opérations sur titres de capitaux propres des participants au marché, surtout si elles touchent un marché prédominant, elles ne constituent pas un risque systémique ou un risque pour la stabilité financière.

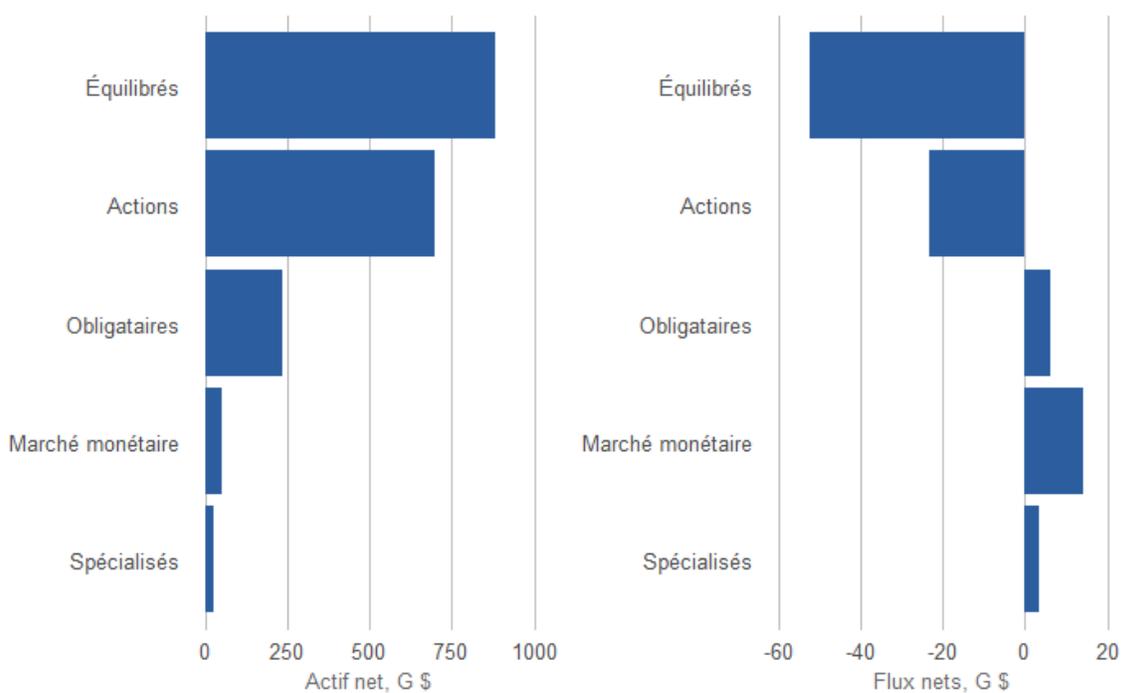
Sur la scène internationale, l'OICV a examiné les interruptions de marché dans divers territoires pour connaître les enseignements qui en ont été tirés et élaborer des orientations afin de renforcer la résilience du marché⁴⁶. Le personnel de la CVMO et de l'AMF ont fait part de leur expérience et ont fourni de l'information sur les préoccupations exprimées au Canada quant aux pannes de marché, au déplacement des activités de négociation vers d'autres marchés boursiers et à l'établissement des cours de clôture. Les bonnes pratiques cernées par l'OICV éclaireront les considérations réglementaires futures des ACVM relativement au marché.

⁴⁶ Voir le rapport de l'OICV intitulé [Consultation Report on Market Outages](#).

Organismes de placement collectif

En 2023, les OPC canadiens ont enregistré une croissance des actifs gérés malgré des turbulences économiques importantes. Les gestionnaires de fonds ont tiré parti d'un rebond des marchés boursiers ainsi que de rendements plus intéressants sur les marchés des titres à revenu fixe. De façon générale, ces OPC ont vu leur actif net total atteindre 1,9 billion de dollars en novembre 2023, contre 1,8 billion de dollars en décembre 2022. Ils ont cependant subi des sorties nettes depuis le début de l'exercice dans un contexte de perspectives économiques de plus en plus incertaines. Les fonds équilibrés et les fonds d'actions sont les plus touchés. À l'inverse, les fonds obligataires et les fonds du marché monétaire ont affiché des entrées depuis le début de l'exercice, ce qui cadre avec la forte augmentation des rendements.

Figure 18 – Actif net et flux nets des OPC depuis le début de l'année (en date de novembre 2023)

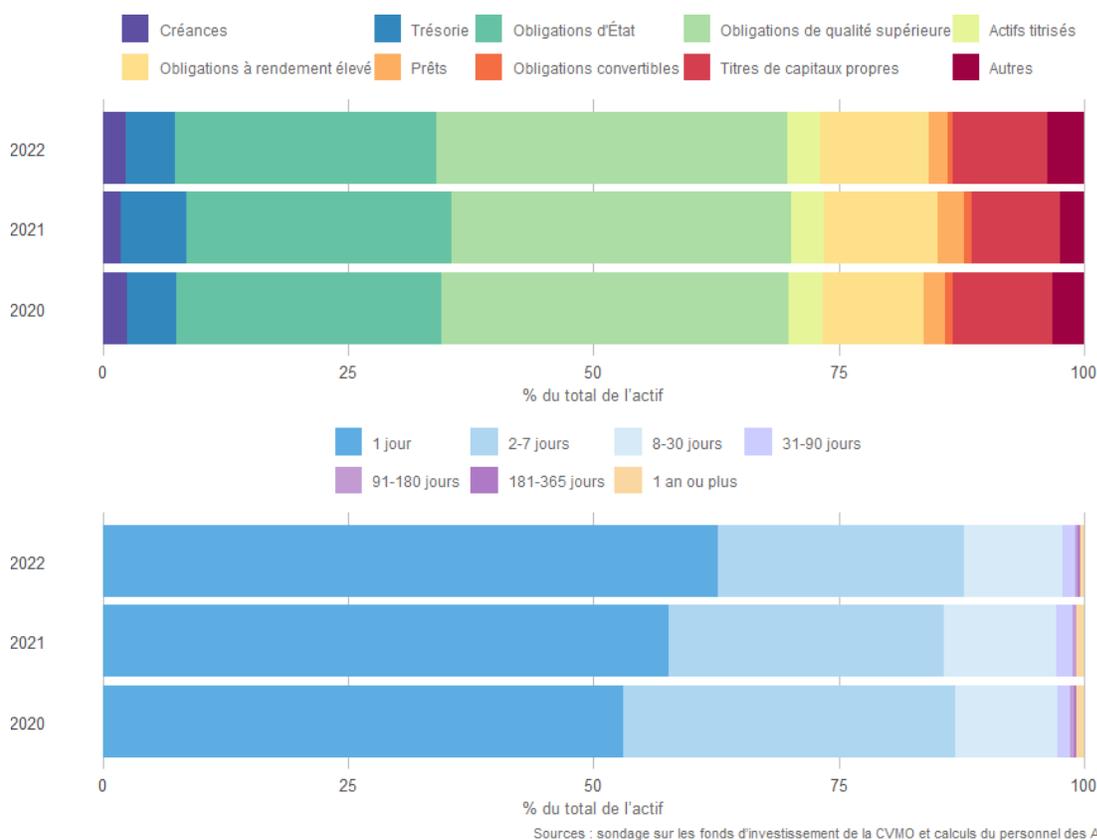


Sources : IFC et calculs du personnel des ACVM.

En présence de sorties, les gestionnaires d'OPC peuvent devoir composer avec une asymétrie de liquidité. Plus précisément, il peut y avoir asymétrie entre la liquidité des parts d'OPC, habituellement rachetables quotidiennement par les investisseurs, et certains actifs sous-jacents de nature moins liquide. Cette asymétrie peut présenter des risques dans le cas peu probable où un fonds serait confronté à des rachats massifs. À la limite, les gestionnaires de fonds pourraient ne pas être en mesure de rembourser les investisseurs de manière ordonnée s'il leur était impossible de vendre les actifs sous-jacents dans un délai raisonnable et à un prix qui reflète leur valeur fondamentale. Ils pourraient ainsi être contraints de vendre des actifs dans des marchés non liquides, ce qui viendrait aggraver les conditions de liquidité.

De façon générale, nous concluons que le risque de liquidité auquel sont exposés les OPC canadiens est relativement faible. Ce risque touche principalement les OPC à revenu fixe, car la liquidité des titres à revenu fixe sur le marché secondaire est habituellement inférieure à celle des titres de capitaux propres. Par contre, les OPC à revenu fixe canadiens ont un bassin d'investisseurs très stable et adoptent des stratégies prudentes en matière de répartition du portefeuille. Les analyses du CRS indiquent que ces OPC ont une exposition limitée aux obligations de sociétés qui ont un rendement élevé, sont assorties d'échéances à long terme et sont libellées en monnaies autres que le dollar canadien et le dollar américain. Ils ont également tendance à investir une large part de leur actif dans des obligations d'État, qui sont habituellement très liquides. Selon le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO, les gestionnaires de ces fonds estiment qu'environ 63 % du portefeuille de leurs fonds de crédit peut être vendu en une journée dans une conjoncture normale (voir la figure 19)⁴⁷. D'autres types d'OPC à revenu fixe détiendraient vraisemblablement des actifs relativement plus liquides. En outre, près de la moitié de l'actif des OPC à revenu fixe est détenu par des fonds de fonds, lesquels investissent principalement dans d'autres fonds et peuvent faciliter la gestion et l'absorption des sorties.

Figure 19 – Titres de créance détenus par les OPC et liquidité pour les investisseurs



⁴⁷ Dans le présent rapport, les fonds de crédit sont des OPC autonomes qui investissent au moins 20 % de leur portefeuille dans des titres de créance (y compris des obligations de sociétés, des obligations convertibles, des actifs titrisés et des prêts).

Au fil des années, les ACVM ont mis en place un cadre réglementaire qui vise à encourager les bonnes pratiques de gestion de la liquidité chez les OPC. En vertu du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*, qui établit le cadre réglementaire général applicable aux OPC canadiens, un OPC sous le régime de prospectus ne peut investir plus de 10 % de sa valeur liquidative dans des actifs non liquides. D'autres aspects de la réglementation des valeurs mobilières au Canada visent à encourager de bonnes pratiques de gestion de la liquidité chez les OPC, notamment des restrictions à la concentration des placements dans un seul produit, des restrictions sur le recours à l'effet de levier et l'obligation pour le gestionnaire du fonds d'agir dans l'intérêt de celui-ci. Les ACVM ont également publié en 2020 l'Avis 21-333 du personnel des ACVM, *Indications sur un cadre efficace de gestion du risque de liquidité à l'intention des fonds d'investissement*.

Dans le but d'approfondir l'examen des risques de liquidité des OPC, le CRS collabore avec d'autres autorités de réglementation au Canada. En 2023, quelques membres du CRS ont participé au groupe de travail fédéral-provincial sur les fonds d'investissement du Comité de surveillance des risques systémiques, qui est présidé par la Banque du Canada⁴⁸. Les membres de ce groupe de travail ont rencontré certains gestionnaires de fonds canadiens comptant parmi les plus importants et les ont consultés au sujet de leurs stratégies de gestion du risque de liquidité et de leurs méthodes de simulation de crise. En règle générale, ils ont tous mis en place de telles méthodes, quoique différentes, pour estimer leur capacité à rembourser les investisseurs en période de tensions sur les marchés.

Le risque de liquidité des OPC demeure une préoccupation centrale des organismes de normalisation internationaux, dont le CSF et l'OICV. En décembre 2023, le CSF et l'OICV ont publié des politiques traitant des vulnérabilités découlant de l'asymétrie de liquidité des OPC à capital variable⁴⁹. Les ACVM poursuivent leur examen pour déterminer la mesure dans laquelle leur démarche réglementaire cadre avec les meilleures pratiques à l'échelle internationale, ainsi que le caractère approprié de cette démarche dans le contexte canadien.

Bien que le risque de liquidité soit relativement faible, des hausses soudaines des tensions sur la liquidité sont possibles. Compte tenu des perspectives économiques incertaines, il se pourrait que les rachats de titres d'OPC augmentent, ce qui pourrait nuire à la liquidité du marché. Ce risque doit donc être géré adéquatement. Le CRS continuera à suivre de près l'évolution de la liquidité des OPC, et plus particulièrement celle des portefeuilles des OPC à revenu fixe, ainsi que la variation des flux de fonds des investisseurs.

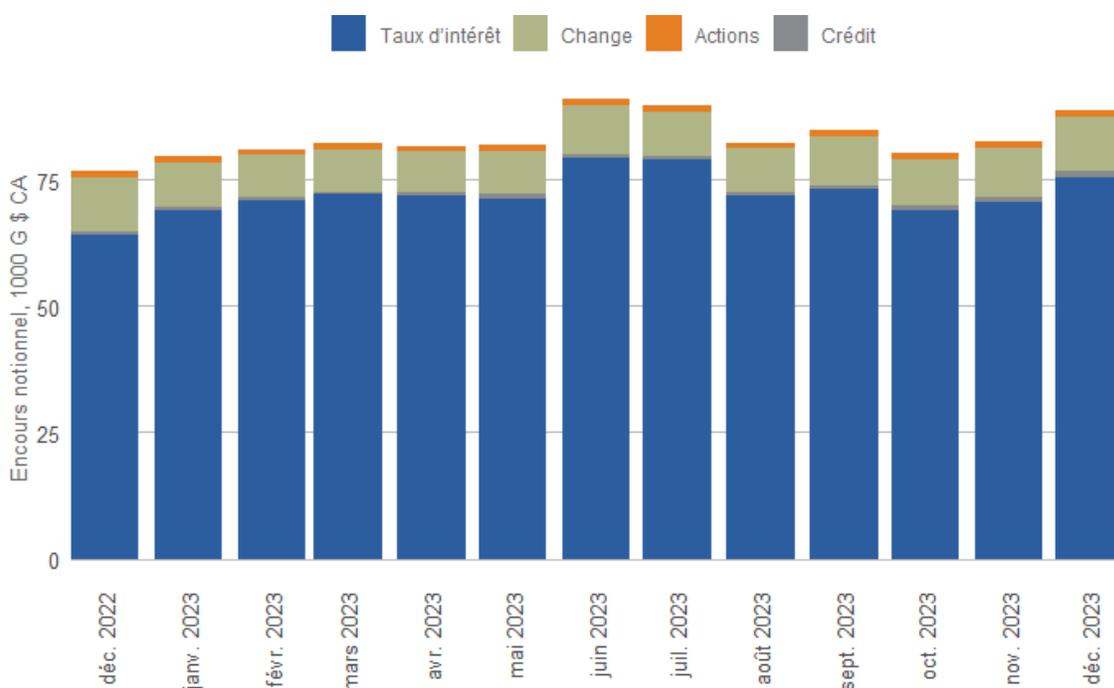
⁴⁸ Voir le [Mandat du Comité de surveillance du risque systémique](#).

⁴⁹ Voir le communiqué intitulé [FSB and IOSCO publish policies to address vulnerabilities from liquidity mismatch in open-ended funds](#).

Dérivés de gré à gré

Le marché des dérivés de gré à gré au Canada a enregistré une croissance soutenue en 2023. Au 31 décembre 2023, l'encours notionnel total de l'ensemble des produits dérivés de gré à gré, exclusion faite des dérivés sur marchandises⁵⁰, dont l'une des contreparties était canadienne a atteint 88,6 billions de dollars, soit une augmentation de 15 % par rapport à l'année précédente⁵¹. Cette croissance était principalement attribuable aux dérivés sur taux d'intérêt, qui ont bondi de 18 %, quoique toutes les catégories d'actifs ont progressé d'une année à l'autre (voir la figure 20).

Figure 20 – Encours notionnel total des dérivés de gré à gré canadiens par type de contrat



Sources : Référentiel central de données canadien et calculs du personnel des ACVM.

La part du marché mondial des dérivés de gré à gré que détient le Canada n'a cessé de progresser au fil des années. Sur le plan de l'encours notionnel, elle est passée de 5,3 % en 2018 à 8,3 % à la fin de 2022⁵². Toutes les catégories d'actifs au Canada ont accru leur part du marché mondial, sauf celle des dérivés de crédit (voir la figure 21).

La crise financière mondiale de 2007-2008 a tourné les projecteurs sur le marché des dérivés de gré à gré et a fait ressortir les risques qu'il peut poser au système financier. Ce marché est soutenu par de grandes institutions financières mondiales qui ont des liens avec

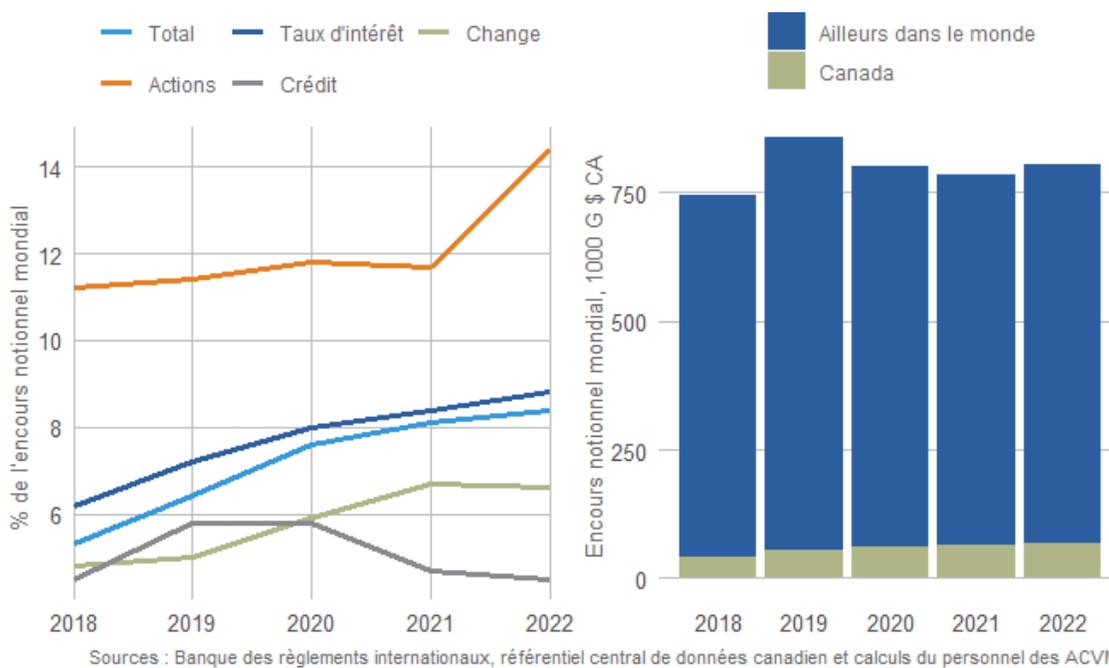
⁵⁰ L'encours notionnel des dérivés sur marchandises n'est pas fourni en raison de la complexité des calculs nécessaires pour l'établir.

⁵¹ Données provenant du référentiel central de données canadien colligées par la CVMO.

⁵² Voir les [statistiques sur les dérivés de gré à gré](#) du BIS (en anglais seulement).

des entités dans tous les secteurs d'activités, y compris d'autres sociétés financières de différentes tailles, d'importantes entités d'infrastructure de marché (chambres de compensation, plateformes de négociation), des investisseurs institutionnels (caisses de retraite, fonds d'investissement, compagnies d'assurance, banques centrales et administrations publiques) et des sociétés non financières. Ce réseau fait à la fois la force et la faiblesse de ce marché. Il permet notamment le transfert efficient du risque des entités qui ne veulent pas l'assumer à celles qui le souhaitent. Cependant, la faillite d'une grande entité fortement interdépendante pourrait se répercuter sur les autres parties et, à la limite, provoquer un jeu de domino dommageable qui menacerait l'intégralité de l'écosystème financier.

Figure 21 – Aperçu des marchés canadien et mondiaux des dérivés de gré à gré



Les dérivés de gré à gré peuvent également favoriser l'accumulation d'expositions considérables. De telles expositions peuvent exacerber les répercussions d'une faillite. Ainsi, celle d'une entité relativement petite peut causer de lourdes pertes au sein du réseau. La faillite d'Archegos Capital Management en 2021 illustre parfaitement cette situation. Incapable de répondre aux appels de marge de ses principaux courtiers, Archegos a occasionné des pertes considérables pour plusieurs banques d'importance systémique à l'échelle mondiale. Cet événement a montré le risque pouvant découler de l'utilisation de dérivés de gré à gré pour constituer d'importantes positions concentrées par l'intermédiaire de multiples courtiers principaux et la façon dont cette pratique peut propager et accentuer l'onde de choc.

La principale vulnérabilité du marché des dérivés de gré à gré reste l'effet domino néfaste pouvant résulter de la faillite d'une entité à fort effet de levier ayant un degré d'interdépendance très élevé en raison de ses opérations sur ces dérivés. Plus l'effet de levier et le degré d'interdépendance de l'entité sont grands, plus le risque que celle-ci pose est accru. La faillite de plusieurs banques en 2023, dont la Silicon Valley Bank, la Signature Bank,

la First Republic Bank et Credit Suisse, a mis au jour ce risque. Chacune de ces faillites avait le potentiel de causer des pertes, par effet domino, dans l'ensemble du système financier, sans égard à la taille de l'entité défailante ou à son degré d'interdépendance.

Les projets réglementaires au Canada ont contribué à l'atténuation du risque systémique. Les types de risques décrits dans le présent rapport sont mieux compris aujourd'hui. Les règlements élaborés depuis la crise financière mondiale de 2007-2008 requièrent la compensation de certains dérivés de gré à gré, l'échange de sûretés pour les opérations non compensées entre les entités financières et la transmission des renseignements sur les opérations aux autorités de réglementation. Chacune de ces obligations a aidé à atténuer le risque systémique découlant des faillites de banques en 2023. Par exemple, l'obligation d'échange de sûretés entre les contreparties ou avec une chambre de compensation a contribué à réduire au minimum l'exposition au risque de contrepartie, et la déclaration des données sur les opérations a permis aux membres des ACVM d'évaluer le degré d'interdépendance entre les banques défailantes et les entités canadiennes.

Au cours des dernières années, le Comité des ACVM sur les dérivés a suivi de près l'évolution de la réglementation et de la législation à l'échelle internationale. Dans le but de rehausser le cadre réglementaire, il a collaboré avec des participants au marché des dérivés de gré à gré au Canada et d'autres autorités de réglementation canadiennes. Pour maintenir l'efficacité des obligations des ACVM, les avancées sont cruciales, tant à ce qui a trait à leur élaboration qu'à leur respect. Les ACVM ont publié les obligations relatives à la conduite commerciale des courtiers et des conseillers en dérivés dans le *Règlement 93-101 sur la conduite commerciale en dérivés*, lequel entrera en vigueur le 28 septembre 2024⁵³. En outre, l'adoption des normes internationales harmonisées de déclaration des données sur les dérivés, l'amélioration de la validation de la qualité des données dans les référentiels centraux, et l'imposition aux contreparties déclarantes de nouvelles responsabilités relatives à la vérification des données qu'elles déclarent sont toutes des initiatives importantes des ACVM qui rehausseront la qualité et la fiabilité des données utilisées dans l'analyse des risques systémiques. Les ACVM prévoient d'achever l'élaboration de ces modifications des règlements sur la déclaration des opérations au printemps 2024, lesquelles entreraient en vigueur l'année suivante.

Dans l'ensemble, le marché canadien des dérivés de gré à gré continue de fonctionner efficacement. Les participants au marché canadiens utilisent toujours ces dérivés comme outil important d'atténuation du risque et moyen efficace de s'exposer à divers marchés. Les swaps de taux d'intérêt constituent la majorité de l'encours notionnel total au Canada, tandis que les dérivés de change représentent une grande partie de l'encours notionnel des opérations en un mois.

⁵³ Voir le [Règlement 93-101 sur la conduite commerciale en dérivés](#).

Le marché des dérivés de gré à gré est un marché actif, et les membres des ACVM surveillent de près les tendances concernant les volumes par catégorie d'actifs, type de produit et actif de référence sous-jacent. Une surveillance continue est justifiée en raison de sa taille importante et de son degré d'interdépendance élevé. Dans le contexte post-réforme actuel, il conviendrait de suivre de près l'évolution de la dynamique et des tendances de ces marchés au chapitre des produits négociés, des contreparties actives et du niveau des risques associés. Les ACVM continuent de surveiller les risques et la concentration sur le marché au moyen des données provenant des référentiels centraux, et elles poursuivent la mise en œuvre des obligations régissant la conduite des principaux participants au marché des dérivés de gré à gré.

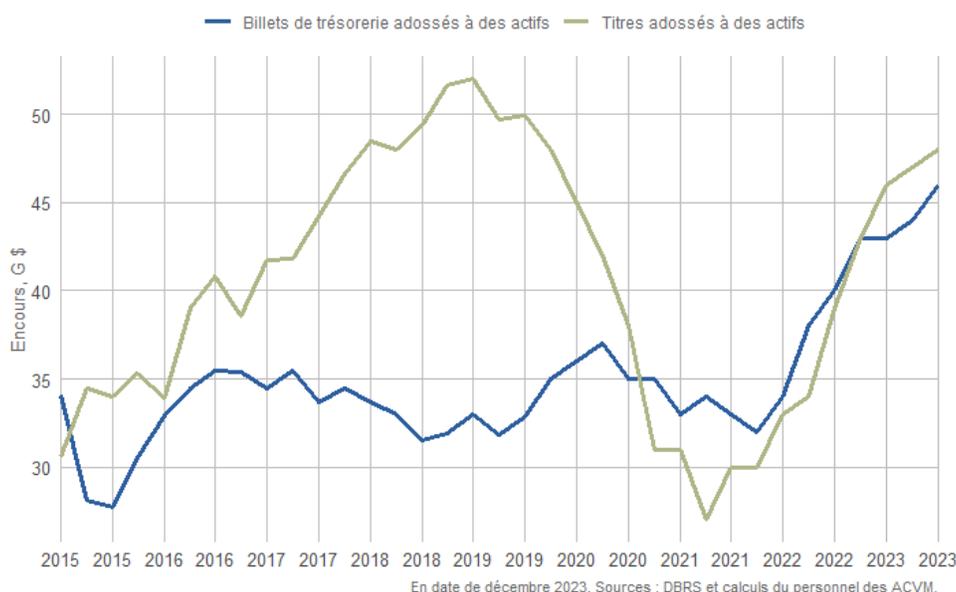
Dans la foulée des modifications réglementaires à venir, les ACVM concentreront également leurs efforts sur l'amélioration de la qualité et de la fiabilité des données recueillies. Elles poursuivront aussi le développement d'outils, y compris de meilleures bases de données, d'outils de visualisation et de mesures rehaussées du risque, pour mieux comprendre l'imposant volume de données complexes recueilli. Ces modifications permettront de procéder à des analyses plus poussées et de brosser un portrait plus complet de la santé générale du marché des dérivés de gré à gré.

Titrisation privée

Le marché canadien de la titrisation est une composante majeure du système financier au Canada. La titrisation, c'est-à-dire la création de titres négociables garantis par des actifs dont la négociation est difficile, comme les prêts hypothécaires, est une importante source de financement pour les ménages et les entreprises au Canada. La majorité des titres sur le marché est garantie par l'État au moyen de programmes de la Société canadienne d'hypothèques et de logement, soit ceux concernant les titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* et les Obligations hypothécaires du Canada, qui facilitent l'émission de titres garantis par des prêts hypothécaires résidentiels assurés. À la fin septembre 2023, les montants des produits titrisés en circulation dans le cadre de ces programmes ont atteint 493 milliards de dollars, soit une hausse de 30 milliards de dollars par rapport à l'année précédente.

Bien que le marché de la titrisation privée ait pris de l'expansion lors des derniers trimestres, il demeure en deçà des niveaux observés au Canada avant 2008. Selon DBRS, le montant total des titres en circulation sur ce marché s'élevait à 109 milliards de dollars au 31 octobre 2023⁵⁴. Les titres adossés à des actifs à échéance de plus d'un an comptent pour près de la moitié de ce marché, suivis par les billets de trésorerie adossés à des actifs. Les principaux types d'actifs sous-jacents sont les soldes de cartes de crédit, puis viennent les prêts-autos et les prêts hypothécaires. Le marché canadien de la titrisation a atteint son apogée tout juste avant la crise financière de 2007-2008, se chiffrant alors à environ 178 milliards de dollars, puis il a plongé en raison entre autres d'enjeux liés au marché des billets de trésorerie adossés à des actifs.

Figure 22 – Titres adossés à des actifs à échéance de plus d'un an et billets de trésorerie adossés à des actifs en circulation au Canada



⁵⁴ Ce qui inclut les placements privés.

Le marché de la titrisation privée présente des avantages importants, comme l'amélioration de l'accès au crédit, mais il comporte également des risques. Comme l'a illustré la crise financière mondiale de 2007-2008, les principaux risques associés aux produits titrisés émanent de la complexité de certains titres et de l'absence relative d'uniformité, de transparence et d'information, ce qui rend difficile leur évaluation et leur négociation, surtout en période de tensions. En outre, les événements survenus lors de cette crise ont révélé que, dans certains cas, les intérêts des promoteurs ne cadraient pas nécessairement avec ceux des investisseurs.

L'amélioration de la transparence et de l'information fournie a aidé le marché canadien des billets de trésorerie adossés à des actifs à se relever quelque peu de la débâcle de 2008. Les modifications apportées à la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme prévue par le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* ont répondu à divers enjeux mis en lumière sur le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs pendant la crise financière mondiale de 2007-2008. Ces modifications interdisent l'inclusion d'actifs non traditionnels (comme les dérivés de crédit), requièrent l'utilisation de facilités de trésorerie plus robustes « de type international » et établissent des seuils de notation minimaux pour se prévaloir de la dispense.

La qualité du crédit des produits titrisés demeure solide, ceux-ci affichant de faibles taux de défaillance, quoique l'évolution rapide de l'environnement économique présente des risques⁵⁵. Les hausses marquées de l'inflation et des taux d'intérêt depuis le début de l'année 2022 ont pesé lourd sur les finances des ménages; cette pression a toutefois été contrebalancée dans une certaine mesure par la vigueur relative du marché de l'emploi au Canada. La détérioration accrue des conditions économiques et le maintien de taux d'intérêt élevés viendraient accentuer la pression, ce qui pourrait nuire aux produits titrisés associés au crédit à la consommation.

⁵⁵ Source : DBRS Morningstar, *Canadian Securitization Market Overview: October 2023*.

Liste des acronymes

ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AMF	Autorité des marchés financiers (Québec)
ASC	Alberta Securities Commission
BCSC	British Columbia Securities Commission
BSIF	Bureau du surintendant des institutions financières
CBCB	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire
CDCC	Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
CDS	Caisse canadienne de dépôt de valeurs
CPIM	Comité sur les paiements et les infrastructures de marché
CRS	Comité sur les risques systémiques
CSF	Conseil de stabilité financière
CVMM	Commission des valeurs mobilières du Manitoba
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
FCAA	Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
FCNB	Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
IFIC	Institut des fonds d'investissement du Canada
NSSC	Nova Scotia Securities Commission
OCRI	Organisme canadien de réglementation des investissements
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
SADC	Société d'assurance-dépôts du Canada
TARCOM	Taux de référence complémentaire pour le marché canadien

MISE EN GARDE

Les membres des ACVM et leur personnel, y compris les membres du CRS, ne fournissent aucune garantie expresse, implicite ou prévue par la loi quant au contenu de cette publication et ne peuvent être tenus responsables de quelque erreur, omission, perte ou préjudice que ce soit résultant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. L'utilisation de cette publication se fait à vos propres risques.

