

Vue d'ensemble du marché canadien des opérations de pension

Le présent document décrit les caractéristiques structurelles, juridiques et opérationnelles des opérations de pension et fournit des informations générales sur le marché canadien des pensions. Il offre aussi un survol des particularités qui distinguent les opérations de pension tripartites des opérations de pension bilatérales, et souligne des facteurs clés à considérer pour les participants au marché. De plus, il met en lumière le fait que les opérations de pension tripartites peuvent être un instrument économique avantageux, efficace et viable pour soutenir les marchés de financement canadiens ainsi qu'un outil permettant aux investisseurs du marché monétaire d'investir leurs liquidités.

Les marchés financiers canadiens connaissent actuellement un changement important, étant donné l'arrêt des émissions d'acceptations bancaires (AB). En effet, le 16 mai 2022, l'administrateur réglementé du taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate), Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited, a annoncé qu'il cesserait de publier ce taux après le 28 juin 2024. L'abandon de la publication du CDOR met fin au modèle de financement par voie d'AB utilisé au Canada depuis les années 1960¹ et entraîne la cessation des émissions d'AB.

Comme il est indiqué dans le [livre blanc](#) publié par le Forum canadien des titres à revenu fixe en janvier 2023, les AB constituent d'importants actifs à court terme du marché monétaire libellés en dollars canadiens. Selon [DBRS](#), à la fin de 2023, les AB représentaient 16 % des produits de placement du marché monétaire. Vu l'importance de celles-ci, une transition ordonnée vers d'autres produits est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers canadiens. À cette fin, le Forum a mis sur pied un groupe de travail sur les AB – le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires (le « Réseau »).

Un des principaux objectifs du Réseau est d'évaluer les produits susceptibles de remplacer les AB, de les faire connaître aux participants au marché et d'éliminer les obstacles à leur utilisation, s'il y a lieu. Il a été jugé qu'il serait particulièrement utile que les opérations de pension fassent l'objet d'un document explicatif. Le Réseau a créé le présent document pour répondre à ce besoin et fournir du contexte sur le marché canadien des opérations de pension. Il cherche aussi à mettre en lumière le fait que la disparition des AB pourrait être un facteur important pour favoriser le développement d'un marché des opérations de pension tripartites au Canada. Le présent document n'a pas vocation à offrir des conseils juridiques ou de placement, et il n'est fourni qu'à titre strictement informatif.

1. Définition des opérations de pension

Une convention de rachat (opération de pension) est un contrat financier aux termes duquel une partie convient d'acheter ou de vendre des titres tout en s'engageant à les revendre ou à les racheter à une date ultérieure à un prix fixé à l'avance. La différence de prix est déterminée en fonction du taux d'intérêt (le « taux de pension ») applicable à l'opération. Le taux de pension reflète le rendement des liquidités investies ou le coût des emprunts contractés (voir la figure 1 à titre d'illustration). Les opérations de pension s'apparentent à des prêts garantis, soit des prêts octroyés en échange d'un bien (sûreté ou garantie) donné pour garantir le remboursement de l'emprunt, dans le cadre d'une facilité de crédit, en

¹ Le modèle de financement par voie d'AB a déjà été utilisé dans plusieurs pays, mais le Canada est le seul marché de capitaux important à l'avoir conservé.

cas de défaut. La différence est que les opérations de pension sont définies comme un achat accompagné d'une vente, ce qui fait que les titres peuvent être réhypothéqués à d'autres fins par l'acheteur (à des fins de couverture de positions courtes, de dépôt de marge, de revente, etc.). Le modèle des opérations de pension permet à l'acheteur de prendre pleine possession des titres achetés, lesquels sont libres et quittes de tout grèvement. Ce droit de renantissement donne à l'acheteur la possibilité d'effectuer des transactions sur les titres et de jouir de la propriété des instruments jusqu'à ce qu'ils soient rachetés par le vendeur à un prix fixé à l'avance². Les actifs détenus en garantie peuvent être liquidés par l'acheteur (bailleur de fonds) en cas d'insolvabilité du vendeur.

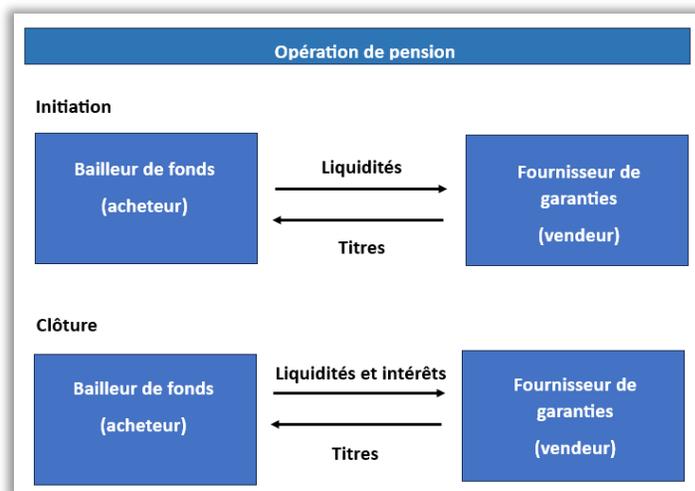
De plus, les opérations de pension sont évaluées quotidiennement au prix du marché. Cela signifie que les obligations qui sont dues à une partie par une autre partie sont évaluées chaque jour. Si la variation de la valeur des sûretés (des titres) entraîne un surnantissement ou une insuffisance des garanties, les contreparties peuvent exiger que des actifs supplémentaires soient remis en garantie ou que des sûretés soient restituées, dans le respect du seuil minimal applicable (habituellement de 250 000 \$, mais qui peut faire l'objet de négociations entre les contreparties). L'accord juridique qui régit les opérations de pension prévoit aussi que certains cas de défaut pourraient permettre à l'une ou l'autre des parties de mettre fin à la transaction avant la date de rachat préétablie³. Par exemple, une partie peut mettre fin à l'accord si l'autre partie manque à son obligation de fournir des garanties ou devient insolvable.

Les opérations de pension peuvent être effectuées de façon bilatérale entre deux contreparties, ou par l'intermédiaire d'un tiers. Elles peuvent aussi être compensées, auquel cas c'est la chambre de compensation associée à la transaction qui devient la contrepartie centrale.

Principaux avantages des opérations de pension

1. Elles sont garanties, généralement au moyen de titres bien notés et liquides.
2. Elles peuvent constituer une option de placement viable pour les bailleurs de fonds, et une option de financement à faible coût pour les emprunteurs de liquidités. Elles peuvent être adaptées aux besoins particuliers des clients en fonction de leur profil de risque et de leur stratégie.
3. Elles ont une échéance flexible (p. ex., déterminée, indéterminée ou le jour suivant).
4. Leur tarification est transparente et est communiquée aux contreparties au moment de la transaction initiale.

Figure 1 – Modèle bilatéral d'opérations de pension



² Les deux transactions sous-jacentes de l'opération de pension sont considérées comme un achat et une vente ferme du point de vue juridique, mais la classification pourrait être différente du point de vue comptable, car le processus économique est semblable à celui d'un dépôt ou d'un prêt garanti, en ce que le dénouement a lieu à une date ultérieure définie.

³ Les deux accords juridiques les plus courants régissant les opérations de pension sont le contrat-cadre de rachat et la convention-cadre de rachat (voir la section 3 pour des précisions sur la convention-cadre de rachat).

5. Elles permettent de réduire la volatilité opérationnelle liée au suivi quotidien des garanties par les contreparties, et ce, grâce au seuil minimal préétabli qui encadre les appels de marge quotidiens. Les contreparties peuvent aussi déléguer les tâches de suivi à un tiers.

Survol du marché canadien des pensions

Évolution du marché canadien des pensions

Ces dernières années, le volume des opérations sur le marché canadien des pensions a augmenté en raison de la croissance de ce marché, laquelle s'explique par la hausse du nombre de participants et de clients à la recherche de nouvelles structures de financement garanti⁴. Initialement, le marché canadien des pensions ne comptait que des contreparties canadiennes, mais des participants aux marchés internationaux y ont ensuite fait leur entrée. Cela s'est traduit par une robustesse accrue du marché, grâce à l'introduction de modalités d'opérations plus flexibles et d'une plus large gamme de garanties sous-jacentes. Pour obtenir davantage de renseignements statistiques sur la structure du marché canadien des pensions, voir la fiche descriptive du [Groupe](#) consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché.

Auparavant, le marché canadien des pensions se limitait aux garanties bien cotées et liquides et aux transactions à court terme, mais les participants au marché souhaitent désormais tirer parti d'autres garanties plus liquides. Ils cherchent aussi à utiliser de nouvelles modalités qui procurent une plus grande flexibilité et des échéances plus longues. Il peut notamment s'agir d'opérations de pension à échéance reportable, qui peuvent être continuellement renouvelées d'un commun accord entre les parties, à l'échéance ou à des dates préalablement convenues. Il peut aussi s'agir d'opérations de pension permanentes, qui se renouvellent automatiquement chaque fois qu'elles arrivent à échéance, et ce, jusqu'à ce que le contrat soit résilié par l'une ou l'autre des contreparties.

La [prise en charge du rôle de contrepartie et de chambre de compensation centrale par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés](#) en 2012 a aussi été un catalyseur de la croissance du marché en permettant aux participants de bénéficier de la compensation des positions du bilan, de l'allègement des besoins en capitaux et d'une réduction du risque de contrepartie, surtout en période de tensions sur les marchés⁵.

Comparaison internationale entre les marchés des pensions

C'est en Europe continentale, au Royaume-Uni et aux États-Unis que se trouvent les marchés des pensions les plus développés au monde, auxquels prennent part un vaste éventail de participants, dont différents types de bailleurs de fonds, du côté acheteur comme du secteur des entreprises. Ces marchés peuvent aussi compter sur des infrastructures bien établies pour les opérations tripartites et la compensation des opérations.

Les marchés des pensions d'Europe et du Royaume-Uni

L'enquête European Repo Market [Survey](#), menée en décembre 2023 et publiée en mai 2024, montrait que l'encours total des opérations de pension dans les livres des 60 entités ayant participé à l'enquête a atteint le niveau record de 10,9 billions d'euros. En comparaison, les données publiées dans le cadre de la réglementation Securities Financing Transaction Regulation (SFTR) montrent que l'encours total des

⁴ En 2018, selon Services de dépôt et de compensation CDS inc., la valeur du marché canadien des garanties était de 446 milliards de dollars, les opérations de pension bilatérales représentant environ 275 milliards, ce qui veut dire que le marché canadien des pensions se classait au cinquième rang à l'échelle mondiale.

⁵ La grande majorité des opérations de pension sur titres du gouvernement du Canada entre courtiers intermédiaires font maintenant l'objet d'une compensation centrale, mais il n'y a actuellement que quatre participants du côté acheteur qui ont la capacité d'effectuer une compensation centrale pour ces opérations.

opérations de pension déclarées aux autorités était de 12,8 billions d'euros dans l'Union européenne. L'encours des opérations de pension tripartites en Europe a atteint le niveau record de 954,4 milliards d'euros (une part de marché de 8,8 %)⁶. Environ 48 % du montant des opérations de pension libellées en euros est compensé⁷.

Au Royaume-Uni, les données du SFTR montrent que, le 15 décembre 2023, l'encours total des opérations de pension déclarées aux autorités de réglementation était de 10 billions d'euros. La part des titres du gouvernement du Royaume-Uni détenus en garantie selon [l'enquête de l'International Capital Market Association](#) menée auprès des participants était demeurée relativement inchangée, se situant à 11,2 %.

Le marché des pensions des États-Unis

En 2022, la Securities Industry and Financial Markets Association [indiquait](#) que l'encours quotidien moyen agrégé des opérations de pension aux États-Unis était de 4,3 billions de dollars. Les [données](#) les plus récentes de la Banque fédérale de réserve de New York montrent que le volume des opérations tripartites est passé de 2,3 billions en janvier 2021 à 3,8 billions en juin 2024, à mesure que les contreparties ont découvert les avantages et les gains d'efficacité que procure le recours à un tiers. Depuis 2019, la Bank of New York Mellon est devenue la principale banque de compensation pour le marché des opérations de pension tripartites sur titres du gouvernement des États-Unis, après que JPMorgan Chase a réduit ses activités sur le marché des opérations de pension tripartites (en demeurant toutefois très active dans le domaine des services de garde).

2. Caractéristiques distinctives des opérations de pension bilatérales et tripartites

Par le passé, les opérations de pension se limitaient aux accords bilatéraux en vertu desquels le vendeur reçoit des liquidités en échange de titres spécifiques remis à l'acheteur. Les deux contreparties devaient alors s'occuper elles-mêmes du règlement de l'opération, de la sélection et de l'évaluation des titres ainsi que des appels de marge, et ce, le plus souvent dans le cadre d'achats-rachats. Ces dernières années, toutefois, les opérations de pension tripartites ont gagné en popularité sur les marchés des pensions plus développés. Un des avantages du modèle des opérations tripartites par rapport à celui des opérations bilatérales est qu'il permet de confier à une tierce partie les aspects administratifs et opérationnels de l'achat et du transfert des garanties et la sélection des titres selon des paramètres convenus préalablement, par exemple au moyen de paniers de garanties particuliers (qui comprennent plusieurs types de garanties possibles).

Comme le marché canadien des pensions reste dominé par les opérations de pension bilatérales, il continue d'être aux prises avec certaines difficultés opérationnelles. En effet, les acheteurs de titres doivent : a) tenir à jour des informations claires et exactes sur les garanties, b) vérifier que l'évaluation des garanties est adéquate, c) s'assurer que les marges sont appliquées lorsque le prix de rachat préétabli des garanties diverge de leur valeur de marché au cours de la durée de vie de l'opération, d) faciliter le remplacement efficient des titres si les contreparties le demandent, et e) séparer le règlement en tranches de 50 millions de dollars. De plus, les participants, du fait de contraintes opérationnelles, doivent souvent se résoudre à accepter un groupe limité d'instruments. Ces difficultés incontournables des opérations de pension bilatérales ont amené les participants aux marchés étrangers à adopter le modèle des opérations tripartites ou à négocier les titres par l'intermédiaire d'une plateforme de compensation centralisée. Ce

⁶ La majorité des opérations de pension tripartites en Europe sont traitées par Clearstream Banking Luxembourg, Euroclear et le système d'information Schengen (SIS).

⁷ La part du volume des opérations de pension qui est compensé par une contrepartie centrale est probablement plus importante, puisque ces opérations de pension tendent à être des transactions à court terme et, comme telles, à être sous-estimées dans l'encours.

modèle permet de surmonter les difficultés mentionnées et aide à améliorer l'efficacité du règlement des opérations de pension. Ainsi, les parties peuvent effectuer des opérations de pension plus fréquemment et de façon plus régulière en s'appuyant sur des paniers plus diversifiés de garanties, conduisant à terme à une amélioration de la liquidité.

Les opérations de pension tripartites peuvent alléger le fardeau opérationnel

Pour éviter certaines des difficultés opérationnelles que connaissent les acheteurs et vendeurs de titres (garanties) qui utilisent les opérations bilatérales, les agents tiers gèrent les comptes de caisse et de dépôt de titres pour les deux parties. Cela permet aux contreparties d'externaliser les fonctions de garde et de règlement liées au transfert de liquidités et de titres entre elles. Le fait de déléguer ces processus à un tiers renforce la confiance des participants au marché dans la gestion sous-jacente des titres achetés, car cela contribue à atténuer le risque de règlement et à améliorer l'efficacité ainsi que le fonctionnement du marché.

À mesure que le recours au modèle des opérations de pension tripartites se généralisera sur le marché canadien, les parties prenantes devraient pouvoir s'attendre à ce que le marché des pensions profite des avantages observés sur des marchés de plus grande envergure, comme l'Europe et les États-Unis. Le fait de confier à un agent tiers les fonctions administratives liées au règlement des opérations de pension améliorera l'efficacité du suivi post-marché. De plus, cela permettra d'accroître la liquidité des garanties, tout en ouvrant la porte à la participation de nouvelles contreparties qui ne disposaient peut-être pas des capacités opérationnelles requises pour gérer individuellement les opérations de pension. Le nouveau Service canadien de gestion des garanties (SCGG) développé par TMX et Clearstream créera une solution tripartite canadienne pour le marché des pensions, ce qui devrait permettre de réaliser ici les gains d'efficacité observés ailleurs dans le monde. Par conséquent, les participants au marché effectueront probablement un plus grand nombre d'opérations de pension utilisant une gamme plus étendue de garanties, y compris des actifs moins liquides comme les titres de sociétés. Ainsi, des gains d'efficacité seront réalisés et un surcroît de liquidité sera conféré à des garanties habituellement peu utilisées pour le financement par titres, ce qui améliorera par le fait même la liquidité du marché au comptant connexe. Le SCGG devrait également faciliter un recours accru aux opérations de pension à plus d'un jour, car il permet le remplacement automatique et illimité de garanties tout en assurant le respect des conditions de règlement selon les paramètres convenus. C'est un aspect essentiel vu que le SCGG ne fractionne pas davantage les garanties et les obligations de règlement, mais les intègre plutôt pour faire augmenter les titres utilisés en garantie et améliorer la gestion des stocks de titres.

Les opérations de pension tripartites peuvent conduire à élargir la gamme des garanties

Les parties négocient les conditions d'admissibilité des différents types de garanties (catégories d'actifs) : titres d'État, obligations de sociétés et actions. D'autres attributs comme la durée et la cote des garanties sont également négociés. Les opérations de pension tripartites, cependant, donnent aux parties la possibilité d'élargir le financement en ouvrant l'allocation d'actifs et d'accroître la mobilité des garanties grâce à l'utilisation de paniers de garanties standard regroupant certains titres en fonction de critères convenus préalablement. Il incombe à l'agent tiers d'optimiser les garanties en s'assurant que les paniers de garanties contiennent uniquement des titres admis. Cela apporte un niveau de sécurité supplémentaire et réduit le fardeau opérationnel comparativement à la saisie manuelle d'une grande quantité de titres qu'implique le modèle des opérations de pension bilatérales. L'élargissement de la gamme des garanties acceptées permettra aussi aux bailleurs de fonds de réaliser un rendement potentiellement plus élevé qu'avec des garanties plus traditionnelles comme les titres d'État.

Les opérations de pension tripartites peuvent profiter à divers participants au marché

Les opérations de pension tripartites sont une source de financement facilement accessible pour les garanties générales (qui ne sont pas des titres spécifiques) des courtiers et un instrument de placement attrayant pour les détenteurs de fonds. Sur les marchés des opérations tripartites de plus grande envergure, les participants du côté acheteur (p. ex., fonds du marché monétaire, sociétés d'assurance, fonds de pension) représentent la majorité des bailleurs de fonds, tandis que les participants du côté vendeur (p. ex., maisons de courtage) sont principalement des emprunteurs (vendeurs de garanties). Le marché des opérations de pensions bilatérales est utilisé surtout par les courtiers pour faciliter le financement de leurs clients ou l'appariement des pensions dans leur portefeuille. Ils y recourent également pour couvrir des positions sur des titres spécifiques qu'ils ont vendus à découvert. Les investisseurs du côté acheteur, comme les fonds du marché monétaire, eux, préfèrent généralement les opérations de pension tripartites en raison des avantages que procure la délégation à un tiers des exigences opérationnelles associées aux pensions sur titres.

Principales différences entre les opérations de pension bilatérales et tripartites

- a) Moment de la livraison : Aux États-Unis, dans le cadre d'opérations de pension tripartites, la livraison des garanties n'a généralement pas lieu au même moment que le paiement des fonds, tandis que, dans le cadre d'opérations bilatérales, la cession des sûretés a lieu automatiquement au moment du règlement des fonds. Toutefois, en Europe, la livraison des garanties dans le cadre d'opérations tripartites se fait habituellement contre paiement, ce qui correspond à l'approche du SCGG.
- b) Renantissement : Dans le cadre d'opérations de pension tripartites, le renantissement n'a habituellement lieu que pour les opérations effectuées spécifiquement au moyen de la plateforme tripartite, puisque celle-ci permet à l'agent tiers de conserver le contrôle des titres, de manière à optimiser leur utilisation (c'est-à-dire à maintenir leur liquidité). À l'inverse, dans les opérations de pension bilatérales, les acheteurs de titres ne sont pas soumis à de telles restrictions lorsqu'ils réutilisent les garanties, notamment afin de couvrir facilement des positions courtes. Toutefois, les opérations de pension bilatérales peuvent accentuer les problèmes de règlement, en raison de l'exigence qui est imposée à tous les acheteurs et vendeurs d'assurer manuellement le suivi des garanties en leur possession et de récupérer ou restituer rapidement les titres empruntés. La structure des opérations de pension tripartites permet également aux vendeurs de titres de reprendre facilement possession de certaines garanties en procédant à une substitution de garanties exclusivement par l'entremise de l'agent tiers. Ce n'est pas le cas pour les opérations bilatérales, car elles exigent des deux parties qu'elles effectuent de nouvelles opérations et assument des risques supplémentaires pour régler une substitution de garanties.
- c) Coûts opérationnels : Les opérations de pension tripartites représentent un fardeau administratif beaucoup moins lourd pour les contreparties, car l'agent tiers prend en charge les fonctions administratives requises pour toute la durée de vie de l'opération. Par comparaison, les contreparties bilatérales doivent s'en remettre à leurs personnel et dispositifs internes pour administrer, surveiller et régler les opérations de pension bilatérales, ce qui peut être plus coûteux et chronophage en cas de différends (voir la section 4 pour des précisions).
- d) Flexibilité des garanties : Les opérations de pension tripartites sont typiquement utilisées pour l'achat et la vente de garanties générales (p. ex., à partir d'un panier de titres de qualité de sociétés ou du gouvernement du Canada), tandis que les opérations bilatérales servent surtout à l'achat et à la vente de garanties avec numéro CUSIP (p. ex., un titre spécifique d'une société ou

du gouvernement du Canada). Le montant du financement, le nombre de titres et la diversité des types de titres ont tendance à être de plus grande ampleur dans le cas des opérations de pension tripartites, et ce, en raison de l'optimisation des garanties et des gains d'efficacité opérationnelle que permet la plateforme tripartite. Les opérations de pension tripartites permettent aussi aux investisseurs de maximiser leurs bénéfices en leur faisant accepter un risque de crédit plus élevé tout en leur donnant la possibilité de redimensionner finement certains paramètres pour atténuer le risque de contrepartie.

3. Qualification juridique des opérations de pension

La convention-cadre de rachat (la « convention GMRA »), publiée par l'[International Capital Market Associations](#) (ICMA), est l'accord juridique standard le plus couramment utilisé en Amérique du Nord et en Europe pour les opérations de pension à court terme, tant pour les transactions nationales que pour les transactions transfrontalières. Elle contient des dispositions standard pour les opérations de pension et une annexe précisant les modalités particulières convenues par les parties de même que toute modalité supplémentaire s'y rapportant. Chaque année, l'ICMA recueille au nom de ses membres le point de vue de conseillers juridiques dans plus de 65 pays ou territoires, y compris au Canada, sur l'applicabilité de la convention GMRA standard, notamment sur l'efficacité du transfert de la propriété des titres achetés et sur les mécanismes de compensation avec déchéance du terme en cas d'insolvabilité. Par exemple, l'avis annuel en ce qui a trait au droit canadien⁸ porte précisément sur le transfert de la propriété et les procédures d'insolvabilité aux termes de la convention GMRA dans un contexte canadien, et sur le traitement de toute marge de variation versée. L'avis juridique confirme que les opérations de pension aux termes de la convention GMRA entraînent effectivement le transfert absolu du droit de propriété des titres achetés du vendeur à l'acheteur. Dans le cadre de ce transfert, la seule obligation contractuelle de l'acheteur est de transférer à la date de clôture de l'opération (date de rachat) un nombre de titres équivalant au nombre de titres achetés à la date de la transaction initiale, sauf si des marges applicables sont requises. Le SCGG bénéficie d'ailleurs de l'innovation d'un accord de pension multilatéral, qui est contracté une seule fois et peut s'appliquer à n'importe quelle autre contrepartie si la plateforme est aussi signataire de l'accord (convention cadre multilatérale (Clearstream Repurchase Conditions)). Cette solution est un facteur clé pour attirer plus de contreparties du côté acheteur des opérations de pension, en particulier les sociétés privées.

Les opérations de pension, qu'elles soient bilatérales ou tripartites, peuvent être utilisées pour divers types de garanties, qu'il s'agisse de garanties générales (p. ex., toute obligation acceptée dans le panier de garanties convenu préalablement) ou spécifiques (p. ex., obligations du gouvernement du Canada, des provinces ou de sociétés). Une opération de pension peut aussi être structurée de façon à inclure soit une date de rachat déterminée (p. ex., opérations de pension à échéance fixe), soit une date de fin variable (p. ex., opérations de pension sans échéance fixe, avec une date de rachat que les parties choisiront ultérieurement). Il se peut également que la date de rachat soit automatiquement reportée à moins qu'un avis soit donné par une des contreparties (p. ex., opérations de pension *permanentes*). Le taux des prises en pension peut aussi être lié à un taux variable de référence, comme le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average). Il arrive que des opérations sous forme d'achat-rachat et de vente-rétrocession soient effectuées sur le marché canadien. Moins courantes que les opérations de pension types, elles s'en distinguent en ce que le paiement des intérêts est intégré au prix d'achat des titres et que les paiements dus aux parties ne sont versés qu'à la date de rachat.

⁸ Nota : Les avis juridiques relatifs à la convention GMRA fournis annuellement à l'ICMA sont émis par des conseillers juridiques locaux d'Osler, Hoskin & Harcourt, S.E.N.C.R.L./s.r.l et sont accessibles aux membres abonnés de niveaux 1, 2a et 2b, ainsi qu'à certains membres de niveau 3, par l'intermédiaire du [site Web](#) de l'ICMA, moyennant des frais d'abonnement.

4. Considérations opérationnelles

Lorsque les participants au marché envisagent de doter leur entreprise pour effectuer des opérations de pension, ils doivent déterminer de quels services de garde ils disposent afin de s'assurer d'être bien outillés pour gérer à la fois les liquidités et les garanties aux étapes initiales de l'opération et tout au long de son cycle de vie. Cela comprend l'administration de fonctions comme la consignation de l'évaluation quotidienne des garanties au prix du marché et le traitement des revenus (coupons). Ils doivent aussi pouvoir traiter le volume souhaité d'opérations de pension. Pour ce qui est des participants aux marchés qui ont déjà en place des équipes et des processus pour la gestion des règlements quotidiens et des dispositifs de marge liés aux opérations de pension, on pourrait supposer que le fonctionnement des opérations de pension bilatérales est plus simple, même si le volume des opérations qu'ils pourraient traiter demeurerait limité. Cependant, en ce qui concerne les parties qui ont moins d'expérience dans le financement garanti ou qui ne disposent pas de toutes les capacités opérationnelles requises, il pourrait être plus efficace d'avoir recours à un agent tiers, et ainsi de réduire le besoin de développer des capacités internes.

Le SCGG, qui vient d'être lancé, améliore l'efficacité du marché canadien des opérations de pension tripartites. Il ajoute également au modèle d'opérations tripartites des caractéristiques importantes propres au marché canadien, notamment les suivantes :

- Sources et conventions uniformisées en matière de tarification (échéance, source et application) pour l'évaluation cohérente des garanties en fonction des expositions et des contreparties.
- Capacité à maintenir les liens existant entre les comptes de dépôt de titres et les comptes clients; autrement dit, il s'agit d'éviter qu'il y ait un compte de dépôt de titres distinct ou intermédiaire pour le transfert des garanties par les fournisseurs de garanties – utiliser plutôt les comptes clients existants pour obtenir les garanties, en conformité avec les modalités de règlements en place convenues avec les dépositaires.
- Règles d'admissibilité uniformisée pour la gestion des garanties (critères associés aux garanties), qui empêchent que des garanties non admissibles soient fournies.
- Traitement automatisé des opérations rattachées aux garanties tout au long du cycle de vie des expositions, dont les appels de marge automatiques, les substitutions illimitées, etc.
- Tenue à jour centralisée des instructions standard de règlement, création et envoi automatiques de messages visant le règlement rapide et ordonné des mouvements de garanties, ainsi que surveillance du processus de règlement.
- Utilisation des liens de communication existants avec les dépositaires pour assurer la cohérence des échéances, des messages et des processus (mise en gage ou transfert des titres de propriété) relatifs au traitement des garanties.
- Faire le suivi des garanties en fonction des expositions et des contreparties, y compris lorsque la réutilisation des sûretés est permise et convenue entre les contreparties.
- Convention cadre multilatérale (CRC), qui est un complément de l'automatisation du traitement des transactions.

5. Observations des investisseurs

Beaucoup de participants au marché s'attendent à ce que, à la suite de l'abandon du taux CDOR, les opérations de pension deviennent un des principaux véhicules d'investissement qui remplaceront les acceptations bancaires, en particulier pour les opérations assorties d'échéances de moins d'un mois. Selon des participants du côté acheteur du Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires, les opérations de pension offrent les avantages suivants par rapport aux acceptations bancaires :

1. *Date d'échéance* – Les parties peuvent négocier des dates d'échéance sur mesure pour le rachat des garanties. C'est un avantage pour les investisseurs qui gèrent des placements au comptant qui sont regroupés par échéances (p. ex., sur base hebdomadaire, mensuelle ou trimestrielle), car ils peuvent alors planifier en vue des injections de fonds escomptées. Il est à noter que les investisseurs, s'ils ont besoin d'accéder à leurs liquidités avant la date d'échéance, peuvent soit dénouer l'opération de pension avec la contrepartie, soit obtenir les liquidités en effectuant une opération de pension distincte avec les garanties existantes.
2. *Rendement* – Les opérations de pension génèrent habituellement un rendement supérieur à celui des bons du Trésor à échéance fixe équivalents, selon la qualité de crédit de la contrepartie et la nature de la garantie sous-jacente. En général, pour une même contrepartie, le rendement des opérations de pension est inférieur à celui des acceptations bancaires, puisque l'opération de pension constitue une exposition garantie par des sûretés dont la valeur est réévaluée chaque jour.

En outre, les opérations de pension tripartites sont particulièrement attrayantes pour les participants du côté acheteur, et ce, pour les raisons suivantes :

- De manière générale, le recours à un agent tiers n'entraîne pas de coûts directs additionnels pour l'acheteur de garanties ou l'investisseur disposant de liquidités, car les frais sont absorbés par le vendeur de garanties.
- Le fait d'externaliser l'administration post-négociation des opérations de pension réduit le fardeau opérationnel et permet un suivi plus précis lors d'activités comme les calculs de marge quotidiens, la sélection des garanties de même que le déclenchement, l'exécution et le règlement des mouvements de garanties. Il est à noter que le risque de contrepartie lié à l'opération reste le même, qu'il s'agisse d'une opération effectuée de manière bilatérale ou par l'intermédiaire du SCGG.
- La déclaration et le suivi centralisés des garanties aident à atténuer les problèmes (risques) de règlement dans les cas où il est nécessaire de réutiliser les garanties.
- Il est plus facile d'effectuer des opérations de pension à plus long terme étant donné la simplification des substitutions de garanties.
- Un service tripartite peut accroître la liquidité des garanties dans le système, ce qui favorise par le fait même la liquidité du marché au comptant.

- Les participants du côté acheteur qui n'ont pas développé de systèmes internes de gestion des garanties peuvent effectuer davantage d'opérations de pension, ce qui stimulera l'activité sur le marché.
- Les opérations de pension tripartites permettent la négociation d'un plus grand nombre de titres aux caractéristiques similaires au moyen d'un panier spécifique ou personnalisé de garanties (pour une contrepartie ou un groupe de contreparties), ce qui améliore la liquidité des titres concernés.
- Par leur nature multilatérale, la plateforme des opérations tripartites et l'accord de pension donnent accès à un plus grand bassin de contreparties.