

**Réexamen du cadre de distribution des titres de dette
du gouvernement canadien**

Octobre 2004

Résumé

À l'occasion de leur réexamen périodique des politiques et des programmes de gestion de la dette, le ministère des Finances et la Banque du Canada, agissant au nom du gouvernement canadien, souhaitent consulter les parties intéressées sur la conception du cadre de distribution des titres de dette de l'État.

Ce cadre a pour objet d'assurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et de favoriser l'atteinte de l'objectif qu'il poursuit dans sa stratégie de gestion de la dette, soit le maintien du bon fonctionnement du marché de ses titres.

À l'intérieur du cadre en place, le gouvernement s'emploie à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence à ses adjudications d'obligations négociables et de bons du Trésor. Le cadre de distribution vise également à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication.

Le présent document fournit des éléments d'appréciation utiles aux parties consultées :

- il renseigne les intéressés sur l'ensemble des objectifs du gouvernement en ce qui a trait au cadre de distribution des titres et sur les tendances notées depuis la dernière révision de ce cadre, en 1998;
- il s'efforce de susciter la discussion concernant l'efficacité du cadre actuel et l'incidence d'éventuelles modifications de celui-ci sur les acteurs du marché et sur le fonctionnement du marché intérieur des titres à revenu fixe, à moyen terme.

L'émergence d'un certain nombre de tendances sur le marché des titres d'État justifie un réexamen du cadre actuel. À titre d'exemples, mentionnons le léger recul des émissions nettes d'obligations du gouvernement dans la foulée de la réduction de la dette, une modification apportée à la structure cible de la dette et l'amélioration continue de la transparence et de l'efficacité du processus d'adjudication. Depuis que le cadre a été révisé en 1998, on a aussi observé une évolution des pratiques de gestion de la dette suivies par les autres gouvernements, une concentration accrue de la participation aux adjudications et des opérations sur le marché secondaire, une hausse de la transparence des prix et l'avènement des systèmes de négociation électroniques; des marques d'intérêt ont en outre été reçues de la part des investisseurs institutionnels et particuliers pour une participation directe aux adjudications.

Dans la conception du cadre de distribution des titres, le gouvernement doit veiller à l'équilibre d'un éventail d'intérêts : le sien propre, qui réside dans la tenue d'adjudications concurrentielles pouvant lui assurer un accès continu au financement au coût le plus faible; celui des courtiers en valeurs, qui désirent jouir d'un accès au marché des titres d'État et à l'information relative aux flux de transactions; et celui des investisseurs, qui doivent pouvoir acquérir des titres d'État à prix raisonnable.

Le présent document décrit les tendances du marché et des modifications qui pourraient être apportées au cadre de distribution des titres en vue de garantir une participation large et active au marché primaire des titres d'État et de soutenir le bon fonctionnement du marché secondaire. Il renferme également des questions dans le but d'évaluer l'incidence de ces changements potentiels sur l'activité des acteurs du marché des titres à revenu fixe, notamment sur leur participation aux adjudications de titres d'État. Nous invitons aussi les intéressés à formuler toute autre suggestion susceptible d'améliorer le cadre de distribution

des titres du gouvernement canadien et le fonctionnement du marché intérieur des titres à revenu fixe.

Préambule

Le cadre de distribution des titres de dette de l'État englobe les règles qui régissent les adjudications et la surveillance du comportement des acteurs du marché primaire des titres du gouvernement canadien.

Le cadre de distribution actuel est le fruit d'un réexamen mené de 1996 à 1998. Il est décrit dans les [Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications](#) et dans les [Modalités de participation des clients aux adjudications](#). L'on trouvera également des renseignements supplémentaires à ce sujet dans les règlements relatifs aux adjudications des divers titres du gouvernement canadien, à la page Web suivante : <http://www.banqueducanada.ca/fr/auct-fr.htm>.

La présente démarche s'inscrit dans le processus de réexamen périodique auquel le gouvernement soumet ses politiques et ses programmes de gestion de la dette afin de maintenir l'efficacité de son cadre de distribution à moyenne échéance.

Introduction

La stratégie de gestion de la dette vise à assurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût, propre à satisfaire ses besoins financiers. Pour atteindre ce but, le gouvernement poursuit plusieurs objectifs stratégiques : le maintien d'une structure prudente de la dette, celui d'un marché efficient pour ses titres et la constitution d'une base diversifiée d'investisseurs.

Le cadre de distribution des titres est la méthode qu'utilise le gouvernement pour placer ses titres auprès des acteurs du marché, notamment les courtiers en valeurs et les investisseurs. Il doit permettre au gouvernement de vendre ses titres selon des modalités fiables, au meilleur prix possible. Il doit par ailleurs favoriser le bon fonctionnement du marché des titres d'État en stimulant la participation des courtiers et des investisseurs.

Un marché des titres d'État bien rodé bénéficie à l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe en offrant aux investisseurs et aux intermédiaires un éventail de valeurs sans risque qui puissent servir de référence pour l'évaluation d'autres titres et être utilisées à des fins de couverture. C'est pourquoi le marché des titres du gouvernement canadien doit être dynamique, concurrentiel et ouvert à la participation des parties intéressées.

Historique

Le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement a évolué au fil des ans. Un changement important a été l'abandon graduel du placement des titres par des syndicats de prise ferme au profit de la tenue d'adjudications. Lorsqu'on a recours à des preneurs fermes pour le placement d'une émission, les titres sont vendus à des prix négociés (dont une commission) aux courtiers membres du syndicat, qui les redistribuent ensuite à leurs clients investisseurs. Si l'émission est placée par voie d'adjudication, les titres sont vendus aux différents prix offerts par les courtiers et les investisseurs participants, et aucune commission

n'est versée. Les courtiers tirent un revenu de leur accès direct aux titres, qu'ils revendent auprès de leurs clients investisseurs.

La tenue d'adjudications à prix multiples s'est amorcée avec l'émission d'obligations à deux ans en 1983 et s'est étendue peu à peu aux autres échéances. Le dernier placement d'obligations à coupons classiques réalisé par l'intermédiaire d'un syndicat a eu lieu en décembre 1991 et portait sur des obligations à 30 ans¹. La décision du gouvernement de placer ses titres libellés en monnaie nationale par voie d'adjudication était conforme à l'évolution des pratiques des autres grands États souverains.

Le gouvernement a apporté une autre modification importante au cadre de distribution de ses titres en 1998 afin d'améliorer la fiabilité du financement obtenu aux adjudications et d'encourager la participation en réduisant les risques de manipulation avant et durant l'adjudication. Pour atteindre ce double objectif, il a classé les participants aux adjudications en trois grandes catégories — les distributeurs de titres d'État, les négociants principaux (un sous-groupe de la première catégorie) et les clients — puis défini des modalités de participation distinctes pour chacune d'elles.

Le resserrement des règles auxquelles sont soumis les courtiers a permis de renforcer la fiabilité des activités de financement du gouvernement. Auparavant, les grands opérateurs du marché n'étaient pas tenus de participer à chaque adjudication. Le gouvernement ne pouvait donc être sûr qu'il parviendrait à vendre la totalité des titres mis aux enchères et à combler ses besoins financiers. Il s'exposait également au risque que les prix offerts s'écartent sensiblement de la juste valeur marchande des titres. Le nouveau cadre assure aux négociants principaux un meilleur accès au marché primaire des titres d'État, mais il les astreint aussi à présenter des soumissions minimales à chaque adjudication, et ce, à des niveaux de prix raisonnables. De plus, pour élargir la participation et promouvoir la concurrence, le gouvernement a accordé aux clients le droit de soumettre des offres par l'entremise des distributeurs de titres d'État.

Lors de l'adoption, en 1998, de ces mesures destinées à stimuler la participation, le gouvernement a pris toutes les précautions nécessaires pour que le processus d'adjudication ne se solde pas par une concentration excessive des titres et pour qu'il ne confère un avantage concurrentiel déloyal à aucun des acteurs. Les modalités suivantes ont été instaurées afin de réduire le risque de manipulation aux adjudications. Tous les distributeurs de titres d'État et les clients doivent déclarer avant l'adjudication leurs positions nettes à l'égard du titre mis aux enchères. Afin de prévenir une concentration excessive des titres à la suite d'une adjudication, les limites maximales de soumission qui s'appliquent aux distributeurs de titres d'État et aux clients ont été modifiées pour qu'il soit tenu compte des stocks du titre offert que détient chaque participant avant l'adjudication.

Une dernière modification a été effectuée afin de soutenir la liquidité du marché secondaire des titres d'État. Les distributeurs de titres d'État doivent maintenant jouer activement le rôle de teneur de marché, leurs limites de soumission étant fonction à la fois de leurs résultats aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire. Ils sont également tenus de favoriser l'intégrité de ce marché en communiquant à la Banque du Canada de l'information sur les prix des titres à revenu fixe et sur les transactions.

Équilibre des intérêts

Dans la conception du cadre de distribution de ses titres, le gouvernement canadien cherche à préserver un juste équilibre entre divers intérêts :

- son propre intérêt, qui est de veiller à ce que la totalité des titres mis aux enchères soient adjugés dans des conditions de vive concurrence, grâce à la participation active d'un groupe diversifié d'acteurs;
- l'intérêt des grands courtiers, qui souhaitent avoir un bon accès direct au marché des titres pour soutenir leurs activités de négociation et se renseigner sur les opérations des clients et les flux de placements;
- l'intérêt des petits courtiers, qui doivent avoir accès aux adjudications pour soutenir et développer leurs activités et veulent se renseigner sur les opérations des clients et les flux de placements;
- l'intérêt des clients, qui doivent pouvoir acquérir des titres d'État à prix raisonnables.

Cet équilibre des intérêts se reflète dans la conception du cadre actuel. Pour favoriser la participation du plus grand nombre, le gouvernement permet aux intermédiaires du marché (soit les distributeurs de titres d'État) et aux clients de participer aux adjudications. Les distributeurs jouissent d'un statut privilégié aux adjudications du fait que les ordres des clients doivent passer par leur intermédiaire. Les renseignements qu'ils acquièrent ainsi sur les ordres des clients peuvent les aider à soumettre des offres plus éclairées aux adjudications. Les clients qui confient leurs ordres aux distributeurs obtiennent un accès aux titres mis aux enchères, aux prix qu'ils proposent. Ils peuvent faire appel à autant de distributeurs qu'ils le souhaitent pour la présentation de leurs soumissions. Leur accès indirect est donc assuré, mais ils doivent divulguer leurs activités de placement au(x) courtier(s) avec qui ils font affaire. Les limites de soumission des négociants principaux sont supérieures à celles des autres distributeurs de titres d'État et sont établies en fonction des résultats qu'ils obtiennent aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire. En contrepartie, les négociants principaux doivent respecter des obligations en matière de soumissions minimales afin de garantir le succès de chaque adjudication.

Réexamen du cadre

Au cours des dernières années, le cadre de distribution des titres a atteint ses objectifs dans l'ensemble (voir l'encadré qui suit). La couverture des émissions de bons du Trésor et d'obligations par les participants aux adjudications a toujours été bonne (le montant total des soumissions reçues excédait largement la taille des adjudications), et les prix offerts pour les titres étaient concurrentiels (voir le *Rapport sur la gestion de la dette 2002-2003* à l'adresse http://www.fin.gc.ca/tocf/2003/dmr03_f.html).

Le cadre de distribution des titres vise à soutenir :

- un processus d'adjudication efficace qui encourage la participation d'un vaste éventail d'acteurs dans des conditions de concurrence;
- un processus d'intermédiation efficace qui soit caractérisé par une vive participation aux enchères, la transparence et l'intégrité et qui permette l'innovation.

Des processus d'adjudication et d'intermédiation efficaces aident à assurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et favorisent l'atteinte de l'objectif qu'il poursuit dans sa stratégie de gestion de la dette, soit le maintien du bon fonctionnement du

marché de ses titres.

De façon plus générale, le fonctionnement efficace et concurrentiel du marché des titres du gouvernement canadien contribue à soutenir les activités d'emprunt et de placement d'une large gamme de participants au marché intérieur des capitaux.

L'objet du présent réexamen est d'obtenir le point de vue des parties intéressées sur l'efficacité actuelle et future du cadre de distribution.

La section qui suit décrit les tendances dignes de mention. Compte tenu des répercussions importantes que ces tendances impliquent potentiellement et du fait que le cadre de distribution n'a pas été revu depuis 1998, le présent réexamen apparaît justifié et opportun. La section qui conclut le document est consacrée à une analyse thématique des modifications qui pourraient être apportées au cadre de distribution des titres. Les parties intéressées sont invitées à formuler leurs observations sur ces changements éventuels et à formuler toute autre suggestion susceptible d'améliorer le processus de distribution des titres de l'État canadien et le fonctionnement du marché intérieur des titres à revenu fixe.

Contexte et facteurs à prendre en considération

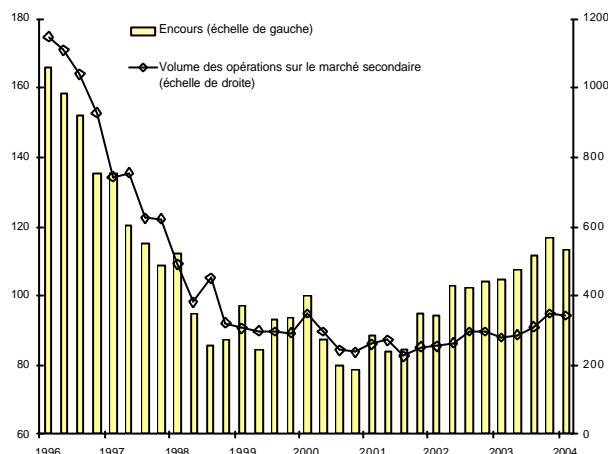
Baisse des besoins de financement et modification de la structure cible de la dette

Le changement le plus notable en matière d'émission de titres d'État a été la diminution de l'encours de ces titres, attribuable à la tenue des finances publiques depuis le milieu des années 1990. Avec la tendance à la baisse de la dette, le volume des transactions effectuées par les courtiers en valeurs et les investisseurs sur les obligations et les bons du Trésor est plus faible que lorsque la dette était à son maximum (Figures 1 et 2). On s'attend à ce que le recul progressif de la dette publique par rapport à l'encours des autres catégories de titres à revenu fixe ait une incidence sur l'activité de négociation des intermédiaires sur le marché des titres d'État.

Par le truchement de ses plans stratégiques annuels de gestion de la dette, le gouvernement a continué d'apporter des modifications à ses programmes d'emprunt de manière à promouvoir l'activité et la liquidité du marché de ses titres. Au nombre de ces aménagements figurent l'accent mis sur l'émission régulière d'obligations et de bons du Trésor pour les segments clés de la gamme des échéances, la constitution d'émissions de référence dont la taille cible est établie en consultation avec les acteurs du marché et l'instauration des programmes de rachat au comptant d'obligations et de rachat d'obligations assorti d'une conversion de titres.

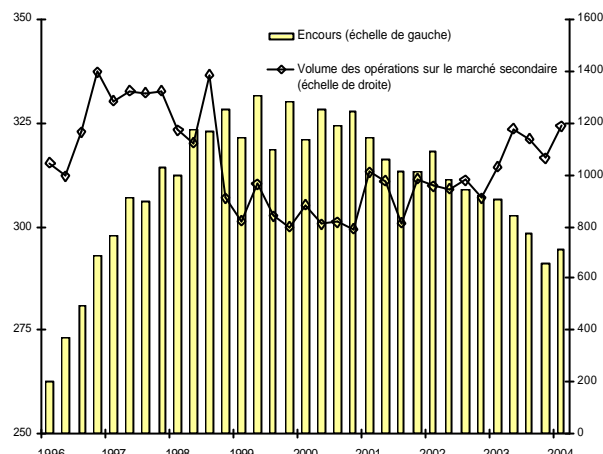
Les perspectives à court terme en ce qui concerne les besoins de financement restent à peu près inchangées (ce qui n'empêche pas quelques variations d'une année à l'autre), étant donné la volonté du gouvernement d'équilibrer son budget, voire de dégager des excédents. Les volumes d'émission obligataire devraient demeurer relativement stables, mis à part des ajustements plutôt modestes visant à réduire la part de l'encours de la dette à taux fixe pour la ramener des deux tiers à 60 % d'ici 2007-2008 (voir le document *Stratégie de gestion de la dette 2003-2004* à l'adresse http://www.fin.gc.ca/toce/2003/dms03_e.html). Les volumes bruts d'émission obligataire pourraient devoir être révisés à la baisse en fonction de la disponibilité sur le marché des obligations visées par les programmes de rachat. La modification de la structure cible de la dette devrait nécessiter une légère augmentation de la taille du programme d'émission de bons du Trésor.

Figure 1 : Encours des bons du Trésor et volume des opérations sur le marché secondaire (en milliards de \$ CAN)



Source : Banque du Canada

Figure 2 : Encours des obligations et volume des opérations sur le marché secondaire (en milliards de \$ CAN)



Source : Banque du Canada

Participation aux adjudications

La concentration a augmenté sur le marché primaire en raison de la participation accrue aux adjudications d'un nombre réduit d'intermédiaires de plus grande taille. Par exemple, les dix premiers participants aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations ont grosso modo acquis 94 % des titres émis en 2003-2004 alors que le pourcentage correspondant en 1999-2000 était de 88 % (Tableau 1).

À la suite du mouvement d'intégration du marché canadien des courtiers en valeurs amorcé à la fin des années 1980, le segment des titres à revenu fixe de ce marché est aujourd'hui constitué de plusieurs grandes firmes, de quelques-unes de taille moyenne et d'un certain nombre de petites firmes. On observe une même tendance à l'intégration à l'échelle internationale, notamment aux États-Unis, où plusieurs maisons de courtage occupent une position de plus en plus dominante sur le marché primaire des titres à revenu fixe. Au Canada, cette tendance s'est traduite par une baisse continue de la participation aux adjudications des négociants principaux et distributeurs de titres d'État de moindre taille par rapport aux plus gros.

Par conséquent, le gouvernement s'en remet à un nombre moins élevé de négociants principaux pour assurer la vente des titres mis aux enchères. La participation des courtiers étrangers a aussi diminué récemment par rapport à celle des grands négociants principaux, surtout depuis que trois importants négociants principaux américains se sont retirés du marché canadien des titres à revenu fixe, en 2001. À titre de comparaison, signalons que 30 courtiers distribuaient des titres du gouvernement canadien en 1997, contre seulement 20 aujourd'hui.

Sauf dans le cas des adjudications d'obligations à rendement réel, la participation des clients aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations est faible si on la compare à celle des intermédiaires du marché. Les obligations à rendement réel sont généralement conservées

jusqu'à l'échéance et elles ne changent donc pas de mains aussi souvent que les autres titres de l'État canadien. La participation des clients aux adjudications d'obligations à rendement réel est plus forte parce que ceux-ci ont de meilleures chances d'obtenir une proportion appréciable des titres aux enchères.

Tableau 1 : Parts attribuées aux diverses catégories de participants aux adjudications sur le marché primaire (en pourcentage)

	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004
OBLIGATIONS, À L'EXCLUSION					
DES OBLIGATIONS À					
RENDEMENT RÉEL					
Négociants principaux	88,1	91,5	83,7	91,8	93,4
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	4,9	2,7	6,4	2,5	1,8
Courtiers étrangers	31,8	28,2	17,4	18,5	15,3
Clients	7,0	5,8	9,8	5,6	4,7
Cinq premiers participants	57,4	58,4	57,5	63,6	68,1
Dix premiers participants	84,8	86,1	84,0	88,7	90,9
OBLIGATIONS À RENDEMENT RÉEL					
Négociants principaux	45,9	45,5	39,0	47,9	36,1
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	3,4	2,7	3,9	0,9	0,8
Courtiers étrangers	23,4	13,3	7,4	10,1	7,8
Clients	50,7	51,8	57,2	51,2	63,1
Cinq premiers participants	40,3	41,8	38,4	42,1	45,0
Dix premiers participants	65,9	68,4	59,7	63,9	69,0
BONS DU TRÉSOR					
Négociants principaux	85,2	87,6	86,0	84,1	84,2
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	2,9	1,5	1,6	2,2	1,2
Courtiers étrangers	15,3	14,1	15,2	12,7	7,7
Clients	11,9	10,9	12,4	13,6	14,5
Cinq premiers participants	61,4	67,0	61,9	61,9	66,3
Dix premiers participants	88,0	92,5	93,0	91,5	93,7

Source : Banque du Canada

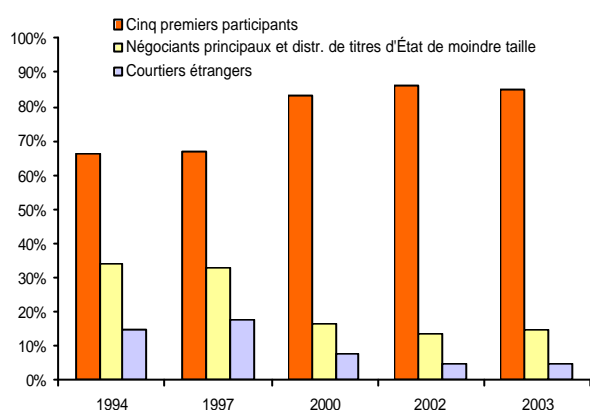
Activité sur le marché secondaire

Une autre tendance importante concerne l'évolution de l'activité des courtiers sur le marché secondaire des titres à revenu fixe. La part des maisons de courtage étrangères a atteint un sommet à la fin des années 1990, mais a reculé depuis cinq ans avec le retrait de plusieurs d'entre elles qui jouissaient du statut de négociant principal. Celle des négociants principaux et des distributeurs de titres d'État de petite taille a légèrement décliné durant la dernière décennie (Figures 3 et 4).

La part des plus importants négociants principaux a nettement augmenté depuis 1998, notamment en raison du départ de courtiers étrangers et de l'acquisition de plusieurs maisons de courtage indépendantes par les grandes banques canadiennes à la fin des années 1980 et, dans une moindre mesure, au milieu des années 1990.

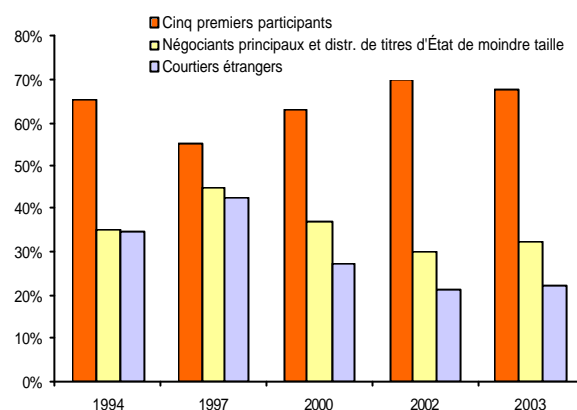
Les mesures habituelles indiquent un degré élevé de concentration sur le marché secondaire des titres d'État, de même que dans d'autres segments du marché canadien des titres à revenu fixe. Selon la théorie de la concurrence, une nouvelle hausse de la concentration pourrait réduire la compétitivité du marché, en particulier dans la mesure où il existe des barrières à l'entrée.

Figure 3 – Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des bons du Trésor



Source : Banque du Canada

Figure 4 – Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des obligations



Source : Banque du Canada

Transparence

Un marché transparent est un marché où tous les participants disposent d'une information fiable sur les transactions qui y sont effectuées. Une plus grande transparence peut contribuer à accroître l'intégrité du marché des titres du gouvernement canadien et son attrait auprès d'un large éventail d'investisseurs. Le gouvernement sait depuis longtemps qu'il a tout intérêt à promouvoir la transparence du marché de ses titres.

Pendant plus de dix ans, le gouvernement a appuyé la mise au point de CanPX, une initiative de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), des courtiers en valeurs canadiens et des courtiers intermédiaires. CanPX fournit en temps réel des renseignements sur les demandes et les offres, sur les cours et les rendements ainsi que sur le volume des opérations visant les bons du Trésor et les obligations d'État, les titres provinciaux et certaines obligations de sociétés négociées par les courtiers intermédiaires participants. Les clients peuvent s'abonner au service moyennant une légère redevance.

Depuis 1999, année où les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont proposé un premier ensemble de règles pour régir le fonctionnement des systèmes de négociation électroniques, des discussions se déroulent avec les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières et les acteurs du marché au sujet du cadre réglementaire pertinent. Le gouvernement canadien a recommandé que les opérateurs soient tenus de

déclarer les transactions qu'ils effectuent sur le marché secondaire de ses titres. Comme les acteurs du marché n'ont pas réussi à s'entendre sur une norme appropriée en matière de transparence, les organismes de réglementation ont décidé en 2003 de maintenir jusqu'au début de 2007 l'exemption concernant la déclaration des transactions portant sur des titres du gouvernement canadien (voir http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/mr_index.jsp).

La principale préoccupation des acteurs est la corrélation probablement négative entre une hausse de la transparence et la liquidité du marché. Compte tenu du nombre relativement limité de courtiers actifs sur le marché des titres à revenu fixe, l'affichage en temps réel des transactions de montant élevé pourrait en principe influencer sur la capacité des courtiers de tenir le marché. Si l'on en juge par les observations formulées durant les deux derniers cycles de consultations sur la stratégie de gestion de la dette, la mise en place de systèmes de négociation électroniques et de CanPX a donné lieu à une amélioration de la transparence des prix des titres.

La négociation électronique

Des systèmes de négociation électroniques affichant les prix offerts et demandés pour les titres et confrontant les ordres d'achat et de vente sont apparus au Canada, mais ils sont de taille relativement petite par rapport à ceux d'autres pays. À ce jour, il existe deux grands types de systèmes de négociation électroniques au pays : le premier, qui met en relation les clients avec les courtiers, est dirigé par les prix, alors que le second est dirigé par les ordres. Ces deux types de systèmes faciliteraient la négociation des titres du gouvernement canadien. Les systèmes dirigés par les prix diffusent en temps réel des informations regroupées sur les prix offerts et demandés par les courtiers participants, lesquels peuvent fournir sur demande aux clients des prix en ligne. Ils permettent aux investisseurs d'exécuter leurs transactions au cours acheteur ou vendeur le plus avantageux et assurent l'automatisation du processus de règlement. Les systèmes dirigés par les ordres créent un marché en temps réel où sont confrontées de façon automatique et anonyme les offres et les demandes des courtiers, des investisseurs institutionnels et des investisseurs particuliers. Depuis peu, l'utilisation des technologies de négociation électroniques pour participer aux adjudications de titres du gouvernement canadien suscite de l'intérêt parmi les acteurs du marché.

Cadre de distribution des titres de dette d'autres emprunteurs souverains

Dans la plupart des pays industrialisés, le placement des titres d'État est assuré par des négociants principaux. Par rapport au modèle canadien, les modèles des autres pays développés tendent à imposer moins d'obligations aux négociants principaux en ce qui a trait à leur participation aux adjudications mais davantage en ce qui concerne leur rôle sur le marché secondaire (comme la tenue du marché et l'exécution de volumes minimaux de transactions au cours d'une période donnée).

Depuis quelques années, les émetteurs souverains ont adapté leur cadre de distribution des titres à l'évolution du marché. Par exemple, le lancement de l'euro et la capacité de cibler un éventail élargi d'investisseurs qui en a résulté a incité certains émetteurs européens à recourir de nouveau à des syndicats pour le placement initial des émissions d'obligations classiques ou indexées sur l'inflation, les réouvertures se faisant par voie d'adjudication. Dans beaucoup de pays, on observe une tendance de plus en plus forte à la fusion d'institutions financières, ce qui se traduit par une baisse du nombre de participants aux adjudications de titres d'État.

Certains emprunteurs souverains donnent maintenant aux investisseurs particuliers un accès électronique au marché de leurs titres négociables. Ainsi, les particuliers qui souhaitent

acquérir des titres du Trésor américain peuvent utiliser le système TreasuryDirect ou s'adresser à un courtier. De même, la Suède offre aux particuliers la possibilité d'acheter des titres d'État par Internet. La France réserve aux ventes directes aux particuliers une part de ses obligations classiques et de ses obligations indexées sur l'inflation à dix ans.

1. Quel est votre point de vue sur les tendances mises en évidence sur le marché des titres d'État? En avez-vous noté d'autres qui sont dignes d'intérêt?
2. Quelles sont les implications potentielles de ces tendances pour le marché des titres d'État et l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe?

Modifications possibles du modèle de distribution des titres de dette

La présente section passe en revue une série de modifications qui pourraient être apportées au cadre de distribution des titres afin d'assurer au gouvernement canadien un financement stable et à faible coût et de soutenir le bon fonctionnement du marché des titres d'État.

La liste qui suit indique les domaines où des changements pourraient être envisagés ainsi que les raisons et considérations sous-jacentes. Les principales conséquences de ces changements pour le gouvernement, les courtiers et les investisseurs sont également esquissées.

La liste a pour objet de susciter des discussions sur la conception et l'efficacité futures, sous l'angle des acteurs du marché, du cadre de distribution des titres du gouvernement canadien. Vu le rôle central joué par les titres d'État sur le marché canadien des valeurs à revenu fixe, toute modification apportée au cadre de distribution pourrait avoir des répercussions considérables sur ce marché à moyen terme.

Toutes les parties intéressées sont invitées à faire connaître leurs vues sur les modifications décrites ci-après et à formuler toute autre suggestion susceptible d'améliorer le cadre de distribution des titres du gouvernement canadien.

Objectif : un processus d'adjudication efficace

i) Limites de soumission

Contexte : Selon les modalités de participation actuelles, les distributeurs de titres d'État (y compris les négociants principaux) peuvent déposer une soumission pour leur propre compte et doivent observer une limite distincte pour le montant global des soumissions présentées pour le compte de leurs clients. Les limites de soumission sont établies en fonction de l'activité des courtiers sur le marché. Les clients doivent présenter leurs soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État (c.-à-d. qu'ils ne peuvent pas adresser directement une soumission à la Banque du Canada). Les distributeurs de titres d'État et les clients peuvent présenter des soumissions concurrentielles et non concurrentielles. Les soumissions non concurrentielles (limite maximale de 3 millions de

dollars pour compte propre et de 3 autres millions de dollars pour le compte de chacun des clients) sont acceptées intégralement au taux de rendement moyen de l'adjudication.

Modification possible : *Le niveau de participation pourrait être accru si les limites de soumission des participants aux adjudications des titres d'État étaient augmentées. Cette hausse pourrait être obtenue de différentes façons. Les limites de soumission concurrentielle de tous les négociants principaux, distributeurs de titres d'État et clients pourraient d'abord être relevées.*

Conséquences probables

- Gouvernement : un relèvement des limites de soumission pourrait favoriser une plus grande participation aux adjudications et élargir la base d'investisseurs en offrant plus de souplesse à ceux qui prennent part aux adjudications. Un renforcement de la concurrence pourrait faire augmenter le prix des titres mis aux enchères et réduire la probabilité que le montant ne soit pas adjugé dans sa totalité.
- Grands courtiers : ces derniers seraient mieux à même d'accepter de grosses commandes de leurs clients, y compris des investisseurs internationaux qui veulent à l'occasion se procurer des quantités importantes de titres du gouvernement canadien. La majoration des limites de soumission rehausserait aussi le statut de négociant principal en améliorant l'accès direct au marché des titres d'État de manière à soutenir l'activité de négociation. Par contre, si les limites de soumission des grands négociants principaux et des clients étaient portées au-dessus d'un certain seuil, le risque de manipulation du marché pourrait augmenter par suite d'une concentration accrue de la propriété des titres (p. ex., un accaparement), ce qui se répercuterait peut-être sur l'intégrité du marché.
- Petits courtiers : ce changement pourrait bénéficier aux petits négociants principaux et aux autres distributeurs de titres d'État qui ne peuvent accepter de commandes importantes de leurs clients à l'heure actuelle en raison de l'insuffisance de leurs limites de soumission et qui souhaitent développer leurs activités.
- Clients : ceux-ci pourraient se procurer plus facilement des titres du gouvernement par l'entremise des distributeurs de titres d'État. Par contre, si une proportion croissante des ordres des clients devait passer entre les mains des petits négociants principaux et des autres distributeurs de titres d'État, les grands courtiers pourraient être moins tentés d'obtenir le statut de négociant principal ou de le conserverⁱⁱ.

Modification possible : *Un deuxième moyen d'élargir la participation aux adjudications consisterait à majorer seulement les limites de soumission concurrentielle des petits distributeurs de titres d'État et des clients.*

Conséquences probables

- Gouvernement : comparativement à une hausse généralisée des limites de soumission, cette mesure aurait l'avantage d'atténuer les risques de manipulation du marché en maintenant les limites actuelles des plus gros participants.
- Grands courtiers : le statut de négociant principal serait peut-être moins attrayant pour ces derniers.

- Petits courtiers : ceux-ci jouiraient d'un meilleur accès au marché des titres d'État et seraient mieux en mesure d'accepter des commandes importantes de leurs clients.
- Clients : les conséquences seraient les mêmes que dans le cas précédent.

Modification possible : Une troisième façon d'encourager une participation accrue aux adjudications serait d'augmenter les limites de soumission non concurrentielle.

Conséquences probables

- Gouvernement : un relèvement des limites de soumission non concurrentielle pourrait avoir pour résultat d'élargir la participation aux adjudications et la base des investisseurs, tout particulièrement celle des investisseurs particuliers et des très petits distributeurs de titres d'État. Il est possible qu'une réduction de la quantité des titres offerts à des fins d'adjudication concurrentielle incite les participants à se livrer une concurrence plus vive.
- Courtiers : ceux-ci pourraient présenter davantage de soumissions au nom des clients.
- Clients : une majoration des limites de soumission non concurrentielle aurait peut-être pour effet d'accroître la participation de ceux qui préfèrent ne pas soumettre d'offres concurrentielles. Il pourrait être plus facile aux investisseurs particuliers d'acquérir des titres négociables aux adjudications.

3. Quel est votre point de vue sur l'incidence probable des changements proposés aux limites de soumission des participants?
4. Que pensez-vous d'une augmentation des limites de soumission non concurrentielle?

ii) Accès aux adjudications

Contexte : Comme il est mentionné dans les modalités de participation, les distributeurs de titres d'État ont le droit de présenter directement des soumissions aux adjudications. Ceux dont l'activité sur les marchés primaire et secondaire dépasse un certain seuil se voient accorder le statut de négociant principal et jouissent de limites de soumission plus élevées que celles des autres distributeurs de titres d'État parce qu'ils assument des responsabilités additionnelles.

1. Systèmes de négociation électroniques

Modification possible : L'utilisation de systèmes de négociation électroniques pour accéder aux adjudications pourrait entraîner une hausse de la participation en améliorant l'accès des petits investisseurs institutionnels et des particuliers au marché des titres d'État.

Conséquences probables

- Gouvernement : les systèmes de négociation électroniques pourraient constituer un canal supplémentaire pour le placement des titres d'État auprès des investisseurs. S'il permet à ces systèmes d'accéder aux adjudications, le gouvernement devra s'assurer qu'il ne s'expose pas à un risque de non-règlement lorsque les systèmes de négociation électroniques ne garantissent pas le règlement des transactions (contrairement aux distributeurs de titres d'État).
- Courtiers : ceux-ci pourraient trouver moins intéressant de participer activement aux adjudications si les investisseurs décident d'utiliser les systèmes de négociation électroniques pour présenter leurs soumissions et que le flux des ordres et des informations passant par les distributeurs de titres d'État diminue en conséquence.
- Systèmes de négociation électroniques, investisseurs institutionnels et investisseurs particuliers : la capacité de participer aux adjudications permettrait à ces systèmes de se développer et d'offrir aux clients un accès plus direct au marché des titres.

2. Accès des investisseurs particuliers aux adjudications

Modification possible : *Le gouvernement pourrait donner aux investisseurs particuliers un accès direct au marché de ses titres en réservant une tranche de soumissions non concurrentielles aux courtiers ayant une clientèle de détail ou en mettant en place un système destiné expressément à cette clientèle.*

Conséquences probables

- Gouvernement : la participation directe des investisseurs particuliers aux adjudications aurait pour résultat d'élargir la base des investisseurs et d'encourager de façon générale la participation; les Canadiens pourraient aussi acquérir plus facilement des titres négociables pour leurs régimes d'épargne et de placement. L'établissement de procédures de règlement et de traitement exigerait un investissement considérable.
- Distributeurs de titres d'État : la participation directe de la clientèle de détail aux adjudications ferait peut-être baisser les revenus de courtage de ces derniers.
- Particuliers : ceux-ci pourraient satisfaire plus aisément leurs besoins en titres négociables non risqués.

5. Que pensez-vous de l'idée de permettre aux systèmes de négociation électroniques de participer aux adjudications de titres du gouvernement canadien?

6. Devrait-on améliorer l'accès des investisseurs particuliers au marché des titres d'État?

iii) Mode d'adjudication

Contexte : Le gouvernement canadien utilise l'adjudication à prix multiples pour placer sur le marché intérieur ses émissions de bons du Trésor et d'obligations négociables classiques. Dans ce type d'adjudication, les soumissions concurrentielles sont acceptées par ordre croissant de rendement jusqu'à ce que la totalité de l'émission soit vendue. Les obligations à rendement réel sont placées pour leur part au moyen d'adjudications à prix uniforme, c'est-à-dire que tous les titres sont vendus au rendement le plus élevé des soumissions concurrentielles acceptées.

Depuis quelques années, un certain nombre de participants plus petits ou occasionnels préconisent le recours aux adjudications à prix uniforme pour les obligations. Ils font valoir que cette formule permettrait de réduire le risque que les soumissionnaires moins informés (c'est-à-dire ceux qui n'exécutent pas de commandes et de transactions importantes pour leurs clients) payent trop cher les titres offertsⁱⁱⁱ.

Modification possible : *Le gouvernement pourrait adopter le mode d'adjudication à prix uniforme pour l'émission des obligations à rendement nominal.*

Conséquences probables

- Gouvernement : il se peut que l'adjudication à prix uniforme favorise une participation plus large et plus régulière aux adjudications, si l'on part du principe qu'elle atténue les risques courus par les soumissionnaires moins informés. Il reste que l'adjudication à prix multiples permet au gouvernement de vendre ses titres aux prix maximaux offerts. Les coûts de financement pourraient aussi devenir plus variables.
- Grands courtiers : l'adjudication à prix uniforme pourrait réduire l'avantage dont jouissent les soumissionnaires bien informés ainsi que la valeur du statut de négociant principal.
- Petits courtiers et investisseurs : le risque de payer les titres trop cher serait atténué.

<p>7. Quelles seraient les répercussions à long terme de l'adoption d'adjudications à prix uniforme pour le placement des obligations à rendement nominal du gouvernement canadien?</p>

Objectif : un processus d'intermédiation efficace

i) Obligation de participer régulièrement aux adjudications

Contexte : D'après les modalités de participation, le négociant principal doit présenter à chaque adjudication des soumissions équivalant au minimum à 50 % de sa limite de soumission, et ce, à des prix raisonnables pour le gouvernement^{iv}.

Modification possible : *Les obligations imposées aux négociants principaux pourraient être allégées afin d'encourager la participation aux adjudications. Par exemple, les exigences minimales de soumission pourraient être abaissées ou encore la fourchette des soumissions considérées comme étant faites «à des prix raisonnables» pourrait être étendue.*

Conséquences probables

- Gouvernement : le risque que le montant mis aux enchères ne soit pas adjugé dans sa totalité pourrait augmenter, ce qui nuirait aux opérations de financement du gouvernement et aurait une incidence négative sur ses coûts de financement.
- Négociants principaux : un allègement des obligations de soumission rendrait peut-être le statut de négociant principal plus attrayant.
- Distributeurs de titres d'État : les distributeurs de titres d'État pourraient être incités à obtenir le statut de négociant principal.

Les questions 8 à 10 s'adressent principalement aux courtiers, mais les autres participants sont tout de même invités à y répondre.

8. Comment les obligations actuelles influent-elles sur la participation aux adjudications? Comment voyez-vous l'équilibre à maintenir entre la valeur du statut de négociant principal et les obligations de soumission rattachées à celui-ci?
9. Quelles seraient les conséquences d'un allègement des exigences minimales de soumission?
10. Une réduction de ces exigences inciterait-elle les distributeurs de titres d'État à devenir des négociants principaux?

ii) Transparence des prix et de la négociation des titres du gouvernement canadien

Contexte : Les rendements des titres d'État qui sont négociés sur le marché secondaire servent de référence pour l'évaluation des autres titres à revenu fixe.

Modification possible : *La publication d'informations sur les prix des titres du gouvernement canadien par l'intermédiaire de bourses ou de sites Web améliorerait la diffusion générale de cette information, et ce, à des coûts minimaux.*

Conséquences probables

- Gouvernement : une plus grande transparence des prix sur le marché secondaire pourrait encourager une participation plus active aux adjudications et entraîner par la suite une baisse des coûts d'emprunt du gouvernement.
- Distributeurs de titres d'État : un renforcement de la transparence nuirait peut-être à la capacité de ces derniers d'assurer la tenue de marché.
- Investisseurs particuliers et petits investisseurs : il se peut que l'affichage des prix les incite à participer davantage au marché des titres à revenu fixe et favorise l'équité des prix.

11. Que pensez-vous de l'idée de diffuser en temps réel, à l'intention du grand public, plus d'information sur les prix des titres du gouvernement canadien?

ⁱ Dans le cas des obligations à rendement réel, on a fait appel à des syndicats jusqu'à la tenue de la première adjudication à prix uniforme (à la hollandaise) en avril 1995. Ce mode d'adjudication a été retenu parce que ces obligations changent de mains moins souvent que les obligations à coupons classiques et qu'il est donc plus difficile d'en déterminer le juste prix sur le marché.

ⁱⁱ Les changements qui pourraient être apportés aux obligations de soumission sont abordés au paragraphe b) i) de la section « Modifications possibles du cadre de distribution des titres de dette ».

ⁱⁱⁱ C'est ce qu'on appelle la *malédiction du vainqueur*.

^{iv} Plus précisément, le moindre des deux montants suivants : 50 % de la limite de soumission du négociant principal à l'adjudication ou 50 % du taux obtenu à l'aide de la formule (sa limite de soumission diminuée de sa position nette sur le titre) à condition que les taux de rendement proposés soient raisonnables (c'est-à-dire qu'ils ne dépassent pas de plus de cinq points de base le plus haut rendement accepté à l'adjudication). Un point de base équivaut à un centième d'un point de pourcentage. Voir la section 10.1 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications*.