

Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe

Lorie Zorn

En février 2004, la Banque du Canada a tenu un atelier de deux jours sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe. L'événement a réuni des universitaires, des représentants d'organismes de réglementation et des opérateurs financiers du monde entier pour qu'ils discutent des transformations survenues dans ces marchés et des implications de l'évolution rapide de la technologie pour le cadre réglementaire, plus particulièrement sous l'angle de la diffusion de l'information relative aux transactions. Le présent article trace les grandes lignes de cet atelier.

Contexte général

Les innovations technologiques en matière de négociation des valeurs mobilières offrent la possibilité d'accroître la qualité des marchés financiers, notamment en facilitant une hausse de la transparence. On entend ici par transparence la capacité des opérateurs de prendre connaissance des cours acheteur et vendeur et du volume des transactions. Par ailleurs, les progrès de la technologie rendent plus difficile la mise au point d'un cadre réglementaire soutenant la liquidité et le processus de détermination des prix tout en encourageant l'innovation, la concurrence et l'intégrité du marché.

Bien que, dans l'ensemble, la littérature financière corrobore l'opinion voulant qu'une plus grande transparence renforce la liquidité et l'efficacité du marché, les organismes de réglementation de par le monde ont constaté que la transposition de la théorie aux marchés réels est une opération complexe. Dans le cas des titres à revenu fixe, ce passage à la pratique est encore plus compliqué en raison du manque de données et de recherches sur les opérations hors bourse. La plupart des études réalisées portent en effet sur les actions cotées en bourse. Selon les études les plus récentes et les opérateurs eux-mêmes, il vient un moment où la transparence ne peut augmenter sans que la liquidité des marchés de titres à revenu fixe s'en ressentent.

Thèmes de l'atelier

Afin de faciliter le débat sur ces différents enjeux, les participants de l'atelier ont été invités à répondre à trois questions fondamentales :

- **De quelle façon les innovations technologiques influent-elles sur la transparence et la qualité du marché?** Pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers, il est important de comprendre les répercussions des changements technologiques sur des facteurs tels que la transparence, la liquidité et l'efficacité. Ces facteurs étant interdépendants, ils doivent être examinés de front.
- **À la lumière des mutations en cours, quel est le rôle de la réglementation des marchés financiers?** Les progrès technologiques observés dans le domaine de la négociation des valeurs mobilières ne se traduisent pas nécessairement par une élévation globale de la qualité du marché. Il convient d'établir si une intervention des organismes de réglementation s'impose et si certaines dimensions de la qualité du marché et certains segments de celui-ci requièrent une attention particulière.
- **De quelle façon le cadre réglementaire peut-il promouvoir la qualité du marché tout en encourageant l'innovation?** Un équilibre doit être trouvé tant sur le plan de l'amélioration de certains aspects de la qualité du marché que sur celui de la conciliation des besoins propres aux divers marchés et structures de marché. Le cadre réglementaire devrait tenir compte de ces différents besoins et composer avec eux.

Les exposés présentés et les débats ont fait ressortir plusieurs points importants à considérer dans le cadre d'une actualisation prochaine de la réglementation des marchés financiers. Au nombre de ces questions figurent les avantages d'une approche gradualiste, les droits de propriété sur l'information relative aux transactions, la relation entre la

structure et la qualité du marché, l'accès des investisseurs particuliers au marché, la définition du concept de « meilleure exécution » et les leçons tirées de l'expérience d'autres pays.

Le présent article résume les opinions exprimées par les participants sur ces points et, de façon générale, sur les thèmes sous-jacents de l'atelier. Il brosse d'abord un tableau rapide de l'évolution des systèmes de négociation électronique, particulièrement sur les marchés américain, européen et canadien des obligations d'État. Il aborde ensuite les grandes questions soulevées relativement à la réglementation des marchés de titres à revenu fixe. L'article se termine par quelques suggestions sur le rôle de la réglementation des marchés financiers dans le contexte actuel.

L'évolution de la négociation électronique sur les marchés de titres à revenu fixe

Les systèmes de négociation électronique connaissent une expansion plus rapide aux États-Unis et en Europe qu'au Canada. Il est ressorti des communications présentées à l'atelier que les innovations dans la négociation des titres à revenu fixe ont favorisé une élévation de la qualité des marchés. Bien qu'elles n'aient pas sensiblement modifié la structure traditionnelle des marchés de titres à revenu fixe, fondée sur le recours aux courtiers, les nouvelles technologies de négociation auraient contribué à l'améliorer.

La Bond Market Association recense 77 plateformes de négociation électronique aux États-Unis et en Europe; celles-ci sont particulièrement répandues sur les marchés intercourriers. Un nombre élevé de transactions client-courtier sont exécutées par voie électronique sur le marché des emprunts d'État (obligations très liquides des États-Unis et des pays européens), mais elles ne constituent pas, en valeur, la majorité. Lorsque la transaction porte sur un gros montant et que les marchés sont tendus, les clients apprécient encore la liquidité et la « couleur du marché » qu'ils obtiennent en s'adressant directement à leur courtier.

Même si les courtiers intermédiaires aux États-Unis mettent des terminaux à la disposition des courtiers en valeurs depuis le milieu des années 1970, ce n'est qu'après l'implantation du système GovPX en 1990 que l'information sur les transactions effectuées par l'entremise des courtiers intermédiaires est devenue plus accessible. Durant les 10 années qui ont suivi, les systèmes de négocia-

tion électronique se sont multipliés aux États-Unis, permettant aux opérateurs de se renseigner sur les prix et, dans de nombreux cas, d'effectuer des transactions en ligne.

Selon Euro MTS, un important système de négociation électronique s'adressant aux courtiers, les innovations technologiques de la dernière décennie ont eu une plus forte incidence sur les marchés européens d'obligations d'État, car ceux-ci étaient au départ plus fragmentés géographiquement et la transparence y était moins grande qu'aux États-Unis. Les systèmes de transaction électronique ont démocratisé l'accès à l'information sur les cours offerts et ont donné lieu à une baisse des coûts de négociation et de règlement, ce qui a fait nettement augmenter la rotation des titres et la liquidité du marché.

En comparaison, les systèmes de transaction électronique se sont répandus plus lentement au Canada. Même si les quatre courtiers intermédiaires canadiens possèdent des systèmes électroniques, les transactions se font toujours par téléphone. Depuis mars 2001, le système CanPX offre, sur abonnement, l'accès à certaines données sur les transactions effectuées par l'entremise des courtiers intermédiaires. D'abord limité aux obligations d'État, le système a ensuite été étendu à certains titres de sociétés. Il pourrait accroître sensiblement la transparence des marchés canadiens de titres à revenu fixe. Ces dernières années, trois systèmes de négociation parallèles ont vu le jour au pays. Malgré la croissance du volume des transactions électroniques, il est encore trop tôt pour se prononcer sur la rentabilité de ces systèmes ou sur leur adoption éventuelle par les opérateurs.

Les expériences de divers pays (notamment celles des États-Unis et des pays d'Europe) indiquent que les innovations technologiques ont eu, dans l'ensemble, des répercussions favorables sur le processus de détermination des prix, en raison de la centralisation de l'information et de son accessibilité accrue. Ces innovations auraient également contribué à hausser la liquidité du marché des émissions de référence des obligations d'État. Les plateformes de négociation électronique n'ont pas pour autant rendu obsolètes les services de courtage. Les marchés de titres à revenu fixe demeurent en effet largement décentralisés, les courtiers continuant à assumer la fonction de teneur de marché.

Questions soulevées relativement à la réglementation des marchés de titres à revenu fixe

Évolution versus révolution

En ce qui concerne l'implantation des systèmes de négociation électronique et la réglementation des marchés financiers, les participants ont fait valoir que le succès passe par l'introduction progressive de petits changements, de façon à faciliter l'adaptation des opérateurs.

Pour ce qui est des transactions sur titres à revenu fixe, tout indique que les entreprises misant sur les pratiques existantes se tirent bien d'affaire. La négociation électronique a connu un vif essor sur les systèmes où sont automatisées et couplées électriquement les différentes étapes d'une transaction, allant de la recherche d'une contrepartie à la compensation et au règlement. Les améliorations mises en avant dans le secteur, comme l'élaboration graduelle d'un protocole de communication commun et le traitement direct, s'appuyaient sur les pratiques existantes. Bien qu'ils aient été apportés peu à peu, ces changements ont eu des retombées favorables et importantes sur la qualité des marchés financiers.

Au chapitre de la réglementation des valeurs mobilières, les changements issus de vastes consultations auprès des acteurs du marché et implantés graduellement ont apparemment été couronnés de succès. Ainsi, le programme américain TRACE¹, qui a été mis en œuvre en trois étapes échelonnées sur deux ans, aurait eu pour effet d'élever la qualité du marché, selon l'évaluation préliminaire qu'en ont faite les organismes de réglementation et les opérateurs.

Droits de propriété sur l'information

Une question implicite se pose en matière de réglementation de la transparence : qui devrait

bénéficier de l'information relative aux transactions? S'il est vrai qu'un accès accru à l'information est généralement bénéfique pour les opérateurs les moins renseignés, il reste à savoir comment protéger les intérêts de ceux qui génèrent cette information.

Du point de vue des courtiers intermédiaires, l'information ne devrait pas être fournie gratuitement à ceux qui ne sont pas eux-mêmes des opérateurs. Par exemple, les courtiers intermédiaires communiquent au système CanPX de l'information sur les cours offerts et les transactions conclues, mais ils n'en tirent aucun bénéfice direct. Il a été proposé que le degré de transparence soit adapté à la fonction et au marché concernés. D'aucuns pensent également qu'il appartient aux institutions de trouver leurs propres solutions pour répondre aux besoins d'information de leur clientèle. Il reviendrait donc aux courtiers en valeurs, et non aux courtiers intermédiaires, de mettre en place des mécanismes pour mieux informer leurs clients.

Il a aussi été établi que l'identité de l'opérateur est une information précieuse et que la rendre publique pourrait nuire à la capacité de ce dernier de gérer les risques. De l'avis général des participants, il faut préserver l'anonymat des opérateurs.

Liquidité, transparence et structure du marché

La liquidité des marchés de titres à revenu fixe étant assurée par les teneurs de marché, le degré de transparence approprié doit concilier le souci d'information accrue et le souhait des courtiers de limiter la diffusion de l'information afin de maintenir la rentabilité de leurs activités de tenue de marché. Ce compromis dépend de la structure des opérations. Deux points de vue se sont dégagés de l'atelier relativement à la relation entre la transparence, la liquidité et la structure du marché :

i) À un extrême on trouve le marché traditionnel de contrepartie dirigé par les prix, où les courtiers se disputent le flux des ordres des clients. L'information que les courtiers reçoivent dans le cours de leurs activités a une incidence sur leur capacité à réaliser un profit, et cette capacité influe à son tour sur l'offre de liquidité du marché. Si les courtiers étaient forcés de communiquer toute l'information relative à leurs opérations, leur incitation à assurer la tenue du marché diminuerait et une hausse des prix pourrait en résulter, ce qui se répercuterait sur la capacité des clients à gérer leurs placements. Certains participants estiment qu'une diffusion restreinte de l'information concernant les transactions sur les titres à revenu fixe

1. Le système de déclaration et de surveillance de la conformité des transactions (*Trade Reporting and Compliance System* ou TRACE) a pour fonction d'assurer la transparence en aval des opérations. Il est entré en service en juillet 2002. Tous les courtiers en valeurs et courtiers intermédiaires membres de la *National Association of Securities Dealers* sont tenus de soumettre les résultats de leurs opérations sur des obligations de sociétés dans le délai prescrit. L'information est ensuite versée dans une banque de données servant à la surveillance du marché. Afin d'accroître la transparence, les données relatives aux titres les plus liquides sont mises à la disposition des opérateurs par l'entremise du système TRACE.

contribuerait à préserver la liquidité et la qualité globale du marché.

ii) À l'autre extrême se situent les marchés dirigés par les ordres, à la fois plus centralisés et plus transparents. Dans leur cas, la libre diffusion de l'information relative aux opérations stimulerait la concurrence entre les teneurs de marché.

D'après les participants, ce genre de structure de marché rend le processus de détermination des prix et d'exécution des transactions plus efficient (en abaissant les coûts et en permettant l'obtention du meilleur prix possible), d'où une hausse de la liquidité globale. Ce serait surtout vrai pour les produits standardisés comme les titres d'État. Par conséquent, la transparence supérieure que procurent les systèmes de négociation parallèles de titres à revenu fixe pourrait donner lieu à une amélioration de la qualité du marché.

Au Canada, une grande partie des transactions sur le marché secondaire sont effectuées par l'entremise des principales filiales de courtage des banques. CanDeal — un système de négociation parallèle de titres à revenu fixe — a automatisé la structure traditionnelle du marché de contrepartie et accru la transparence des opérations pour les investisseurs institutionnels. Il offre aussi aux investisseurs institutionnels de petite taille une nouvelle source de liquidité en facilitant leur accès aux courtiers. Les investisseurs particuliers ne peuvent cependant pas encore se servir de ce système. Les plateformes de négociation électronique exploitées par CollectiveBid (BondMatch) et Bloomberg (BondTrader) assurent également une meilleure diffusion de l'information auprès des investisseurs institutionnels. En outre, ces deux systèmes sont susceptibles de fournir une nouvelle source de liquidité de rechange, car les clients peuvent conclure des transactions entre eux. Dans les faits, seul BondMatch offre aux investisseurs particuliers l'accès, par l'entremise d'un courtier intermédiaire, à un plus grand nombre de contreparties.

La clientèle des particuliers

Durant l'atelier, il est devenu évident que les investisseurs particuliers ont moins contribué au débat sur la transparence que les investisseurs institutionnels. Les particuliers sont à l'origine d'une faible part du volume des transactions sur les marchés de titres à revenu fixe, mais l'évolution démographique pourrait les amener à participer davantage à ces derniers et focaliser l'attention sur certains enjeux liés à cette clientèle, notamment la question de l'accès à l'information et du niveau des connaissances en placements.

Dominée par un petit nombre de grosses transactions effectuées par quelques opérateurs hautement qualifiés, l'activité sur les marchés de titres à revenu fixe est restée jusqu'ici relativement concentrée entre les mains d'importants investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraite. Les transactions de détail représentent un infime pourcentage du volume des opérations sur titres à revenu fixe, alors que leur part est beaucoup plus élevée sur les marchés boursiers. Aussi les investisseurs particuliers sont-ils moins bien informés que les investisseurs institutionnels.

Selon de nombreux participants à l'atelier, l'équité du marché passe par un accès égal à l'information et des niveaux comparables de connaissances en matière de placement. Les investisseurs particuliers devraient avoir accès non seulement à l'information sur les prix, mais aussi à toute donnée influant sur le marché. Les sources de renseignements de ces investisseurs sont limitées et, d'après certains participants, il arrive que même les courtiers de détail n'aient pas accès à toute l'information disponible. Sur le plan des connaissances, les investisseurs particuliers sont généralement considérés comme moins avertis, car ils ont moins d'expérience et de ressources pour l'analyse que les investisseurs institutionnels.

Ce manque relatif de connaissances et de ressources expliquerait pourquoi les investisseurs particuliers sont des preneurs de prix sur les marchés de titres à revenu fixe et paient probablement plus cher leurs transactions que leurs homologues institutionnels. Ainsi, une étude réalisée sur le marché américain des obligations municipales révèle non seulement que la clientèle de détail paie des frais de transaction supérieurs, mais que ceux-ci sont élevés compte tenu du niveau minimal du risque de crédit. Les actions ordinaires et les obligations d'État se situent aux deux extrêmes de l'éventail des valeurs mobilières pour ce qui est du risque de crédit. Or, il coûte plus cher à un particulier d'effectuer une transaction sur une obligation que sur une action, en dépit de la plus grande sécurité des titres d'État. Certains attribuent cette disparité entre les deux marchés à la diffusion plus large de l'information sur les transactions relatives aux actions.

La transparence des marchés de titres à revenu fixe pourrait par conséquent être accrue. Certains investisseurs institutionnels disent ne pas avoir d'objection à communiquer l'information à condition que l'offre de liquidité des courtiers n'en souffre pas. Si les investisseurs particuliers disposaient de plus d'information, ils auraient davantage confiance dans leur capacité d'évaluer les

transactions et seraient probablement plus actifs sur ces marchés. Il ne faut pas non plus perdre de vue qu'avec l'âge, les *baby-boomers* deviennent plus prudents dans la gestion de leurs placements. On pourrait donc assister à une hausse de leur participation aux marchés de titres à revenu fixe. Toutefois, bon nombre de participants ont convenu qu'une diffusion élargie des données relatives aux transactions devra s'accompagner d'un effort d'éducation si l'on veut que les investisseurs particuliers acquièrent une plus grande familiarité avec les marchés de titres à revenu fixe.

Meilleure exécution

Un grand nombre de participants étaient d'avis que le terme « meilleure exécution » devrait servir à désigner le processus entourant la transaction, vu l'hétérogénéité des besoins des investisseurs. Le plus souvent, toutefois, il est employé au sens de « meilleur prix obtenu » par le client. Sur les marchés boursiers centralisés, où la transparence est assez élevée, l'investisseur risque moins de se tromper dans l'évaluation d'un prix que sur les marchés de titres à revenu fixe, qui sont pour la plupart décentralisés et peu transparents.

La question de la « meilleure exécution » semble peu préoccuper les investisseurs institutionnels aguerris, particulièrement les plus gros. S'ils croient avoir été traités injustement, ces investisseurs peuvent en effet menacer de changer de courtier. Grâce au jeu des forces du marché, ils sont probablement assurés de la meilleure exécution possible.

D'après les participants à l'atelier, les investisseurs particuliers ne sont ni aussi avertis, ni aussi puissants que les investisseurs institutionnels. Bien que les conseillers en gestion de patrimoine soient conscients de leur obligation d'assurer à leurs clients la meilleure exécution possible, leurs services ne sont pas à la portée de tous les investisseurs. En conséquence, il est important que les organismes de réglementation aient accès aux données sur les transactions pour veiller à l'intégrité du marché et protéger tous les investisseurs particuliers.

Aux États-Unis, tant les investisseurs que les courtiers estiment que le système TRACE les aide à évaluer la justesse des prix et la qualité des services qu'ils obtiennent. Par ailleurs, grâce aux données recueillies par ce système, les organismes de réglementation américains ont pris conscience que les perceptions sont parfois erronées, c'est-à-dire que les gens connaissent peut-être moins le marché qu'ils ne le croient. Ce constat s'applique non seulement aux investisseurs, mais également aux

courtiers et aux organismes de réglementation eux-mêmes.

Leçons tirées de l'expérience d'autres pays

Quatre grandes leçons ressortent des expériences vécues par les organismes de réglementation étrangers représentés à l'atelier :

i) Les organismes de réglementation devraient travailler de concert avec les acteurs du marché en vue d'implanter les changements de manière progressive et réfléchie. Ils devraient éviter d'imposer des mesures sous la pression d'une crise et mettre l'accent sur les bénéfices nets à long terme, tout en tenant compte des préjudices pouvant survenir en cours de route.

ii) Les organismes de réglementation canadiens peuvent apprendre de l'expérience de leurs homologues à l'étranger. Les marchés diffèrent certes d'un pays à l'autre, mais ils présentent aussi des similitudes sur lesquelles les autorités canadiennes devraient se concentrer. Ainsi, en matière de transparence, la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni a adopté une approche fonctionnelle, les exigences formulées étant fonction de la microstructure de chaque marché. Toutefois, la FSA envisage aussi maintenant d'assujettir les marchés de titres à revenu fixe à des règles différentes de celles qui régissent les marchés d'actions. Aux États-Unis, par contre, les autorités préconisent l'uniformité des exigences de transparence, peu importe le mécanisme de transaction.

iii) La réalisation d'études et d'évaluations approfondies est primordiale. Les autorités devraient évaluer les besoins du marché en matière d'information avant d'imposer des changements, et étudier les répercussions de ceux-ci avant d'en apporter d'autres. En outre, comme certains utilisateurs éventuels de l'information ne sont peut-être pas au courant de sa disponibilité ou de son applicabilité, il a été proposé d'appuyer les initiatives visant à accroître la transparence par des programmes d'éducation des investisseurs.

iv) Des coûts devront être assumés pour accroître la transparence de l'information sur les marchés. Idéalement, le principe de l'utilisateur-payeur devrait s'appliquer, mais cela n'est pas toujours possible dans la pratique. Dans le cas du système TRACE, la National Association of Securities Dealers perçoit des frais tant auprès des fournisseurs que des acheteurs des données. Certains participants ont fait valoir qu'un tel système imposerait un trop lourd fardeau au petit nombre de teneurs de marché au Canada.

Rôle de la réglementation des marchés financiers

Les participants ont semblé convenir que, pour assurer le bon fonctionnement des marchés, les organismes de réglementation doivent viser deux grands objectifs : promouvoir l'équité et protéger les intérêts des investisseurs.

Dans l'esprit de la majorité des participants, l'équité du marché réfère à l'accès des investisseurs à l'information et à un éventail de contreparties, et inclut aussi la notion d'équité concurrentielle. Les investisseurs ne devraient pas bénéficier gratuitement de l'information des autres opérateurs, mais ils devraient être mieux en mesure de prendre leurs décisions. La réglementation doit favoriser une hausse de la transparence, notamment au profit des investisseurs particuliers. Parallèlement, elle doit aussi reconnaître les droits de propriété des opérateurs, l'importance de préserver l'anonymat de ces derniers et la valeur de l'information relative aux transactions. La réglementation pourrait aussi faciliter l'exécution de transactions sans l'aide d'un courtier.

Sur le plan de l'équité concurrentielle, il a été proposé que les organismes de réglementation permettent une certaine spécialisation, malgré les apparences de fragmentation du marché. Afin d'uniformiser les règles du jeu, il conviendrait d'imposer des exigences similaires aux concurrents dont les activités s'apparentent. L'on pourrait toutefois privilégier un groupe en particulier afin de mieux développer le marché.

De l'avis général des participants, les mesures de protection des investisseurs devraient surtout viser la clientèle de détail. Les gros investisseurs institutionnels sont en effet capables de voir à leurs propres intérêts, et les forces du marché conduiront généralement aux meilleurs résultats dans ce segment du marché. Les investisseurs particuliers ne disposant pas du même niveau de ressources ou de connaissances, l'obligation de meilleure exécution ne suffit pas toujours à les protéger. Certains investisseurs accordent plus d'importance à des facteurs autres que le prix, comme la rapidité d'exécution. Les organismes de réglementation devraient étoffer les règles relatives à la connaissance du client dans le cas des courtiers de détail et surveiller cette dimension de leur rôle d'intermédiaire.

Enseignements dégagés de l'atelier

Si l'on en croit l'expérience des organismes de réglementation étrangers et les résultats des recherches limitées consacrées au sujet — corroborés du reste par les investisseurs institutionnels eux-mêmes —, un accroissement de la transparence est souhaitable. Qui plus est, le marché s'adaptera à une évolution en ce sens, l'appuiera et en bénéficiera à long terme. Chaque marché a toutefois ses caractéristiques propres, qui déterminent le volume et le type de données nécessaires. Le degré optimal de transparence n'est pas nécessairement la transparence totale.

Selon les participants, le mode de fonctionnement actuel est satisfaisant dans l'ensemble, surtout dans le cas des courtiers et de leurs gros clients institutionnels. Il semble cependant que les petits investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers pourraient bénéficier de certaines améliorations. Les forces de la concurrence pourraient bien finir par imposer celles-ci, mais, compte tenu des caractéristiques du marché canadien des titres à revenu fixe, les changements s'opéreront plus rapidement si la réglementation les encourage.

On a de meilleures chances d'obtenir de bons résultats si les modifications apportées à la réglementation découlent d'une réflexion approfondie, si on les implante progressivement et si on évalue à fond leurs répercussions avant d'aller plus loin. Il importe donc que tous les intervenants jouent à l'avenir un rôle plus actif dans le dossier de la transparence afin de protéger leurs intérêts et de parvenir aux résultats désirés.