

Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes

Tran-Minh Vu

Les décideurs publics attachent une grande importance à l'aspect qualitatif du marché, car celui-ci influe directement sur la confiance des opérateurs dans les marchés et leur propension à les utiliser. La qualité d'un marché dépend de facteurs tels que l'efficacité du système d'information de ce marché, sa volatilité, sa liquidité et sa transparence (Boisvert et Gaa, 2001).

La Banque du Canada porte un intérêt particulier à la qualité des marchés des titres à revenu fixe, en raison de ses fonctions liées à la promotion de la fiabilité et de l'efficacité du système financier, à la formulation et à la mise en œuvre de la politique monétaire ainsi qu'à la gestion de la dette du gouvernement fédéral. Des marchés liquides, ordonnés et résilients favorisent une répartition adéquate des ressources par le système financier, permettent à la Banque de compter sur une transmission efficace des modifications du taux de financement à un jour à l'ensemble de la structure des taux de rendement, et aident l'État à se procurer un financement stable et à faible coût.

Le présent article porte sur un aspect précis de la qualité du marché, celui de la transparence, que la Banque, le ministère des Finances et d'autres organismes s'emploient depuis quelque temps à promouvoir dans les marchés des titres à revenu fixe.

Structure et transparence des marchés

La transparence d'un marché se définit habituellement comme la capacité des opérateurs d'avoir accès à l'information liée au processus de négociation (O'Hara, 1995).

Le niveau de transparence varie généralement en fonction des structures de marché, dont l'évolution est influencée par la nature des instruments négociés, les interactions entre les opérateurs et, dans certains cas, les règles instaurées par les pouvoirs publics. Les marchés des actions, par exemple, diffèrent des marchés des titres à revenu fixe à plusieurs égards. Alors que les premiers sont pour la

plupart centralisés et dirigés par les ordres, les seconds — dans lesquels les courtiers jouent un rôle d'intermédiaires auprès des clients en affichant les cours — sont normalement décentralisés et dirigés par les prix. Les transactions sont moins fréquentes sur les marchés des titres à revenu fixe que sur les marchés d'actions, mais la taille moyenne de chaque opération y est beaucoup plus élevée. Les marchés des titres à revenu fixe sont d'ordinaire des marchés de gros où dominent les investisseurs institutionnels sophistiqués, les particuliers étant, pour leur part, plus actifs sur les marchés d'actions. Ces caractéristiques ont contribué à la décentralisation des marchés des titres à revenu fixe, où l'information sur les prix est moins accessible aux particuliers que ce n'est le cas dans les marchés centralisés, comme les marchés d'actions. Par ailleurs, l'exigence d'immédiateté des opérations est en général plus forte dans les marchés des titres à revenu fixe¹; les courtiers exécutent sur-le-champ les ordres reçus et gèrent leurs stocks de titres au fil des transactions subséquentes.

Dans le cas des marchés des titres à revenu fixe, la notion de transparence fait principalement référence à l'information en amont des transactions, plus précisément les renseignements disponibles à propos des cours acheteurs et vendeurs, et à l'information en aval des transactions — notamment sur les prix, les volumes et les moments d'exécution — et à sa publication rapide après la conclusion des opérations (BRI, 2001)².

Les marchés d'actions ont évolué dans un contexte de forte réglementation, et une bonne part des connaissances pratiques et théoriques acquises en matière d'encadrement des activités concerne ces

1. L'exigence d'immédiateté dépend de la volatilité du titre et de la possibilité de diversifier les risques liés à une variation défavorable des cours. Ainsi, plus un investisseur s'expose à des risques élevés en reportant le moment d'une opération, plus il sera enclin à exiger que celle-ci soit exécutée immédiatement.
2. L'information sur les cours peut aussi prendre la forme d'un taux de rendement ou d'un écart par rapport à une valeur de référence.

marchés en particulier. Une abondante littérature appuie la thèse voulant qu'un haut niveau de transparence du processus de négociation améliore la liquidité et l'efficacité du marché, en réduisant les risques que les opérateurs inexpérimentés ou moins bien informés ne soient victimes d'abus³. Ce souci a amené les organismes de réglementation à exiger que le grand public ait accès de façon immédiate à l'information relative aux opérations sur actions. Toutefois, les règles de transparence jugées appropriées pour les marchés d'actions ne conviendront pas nécessairement au marché des titres à revenu fixe. En effet, si le problème de l'asymétrie de l'information — l'accès d'un groupe restreint d'investisseurs à des renseignements privilégiés sur la valeur attendue d'un actif — peut se poser dans le cas des marchés d'actions, cela semble moins vrai pour les marchés des titres d'État à revenu fixe. Gravelle (2002) a constaté que les informations privilégiées au sujet de l'évolution de la valeur des titres d'État jouent un rôle minime — voire nul — sur le marché, les prix de ces actifs étant fonction de la structure des taux de rendement, eux-mêmes tributaires de facteurs macroéconomiques qui sont du domaine public.

Les effets d'une transparence accrue

En général, la transparence d'un marché augmente avec la quantité des informations sur les transactions mises à la disposition du public. On peut donc supposer qu'une transparence accrue favorisera la liquidité des marchés, en étayant la confiance des participants. En outre, une plus grande transparence pré-transaction incitera les clients à gérer plus activement leurs portefeuilles et attirera de nouveaux investisseurs. Une participation plus nombreuse aura non seulement pour effet de hausser le niveau de la liquidité des marchés, mais elle rendra aussi les courtiers plus aptes à contribuer eux-mêmes à cette liquidité puisqu'elle réduira leurs coûts au titre de la tenue de marché⁴.

Les marchés canadiens des titres à revenu fixe étant décentralisés, les clients consultent d'ordinaire plusieurs courtiers pour obtenir les meilleurs prix⁵. L'amélioration de la transparence en amont des transactions rendrait le processus de détermination des prix plus efficace tout en aidant les

clients à obtenir la meilleure exécution possible de leurs ordres de transaction.

Les opérateurs et les chercheurs sont de plus en plus conscients de l'arbitrage qui existe jusqu'à un certain point entre liquidité et transparence. Par exemple, les participants à un sondage de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur la réglementation des marchés des titres à revenu fixe (mené par Deloitte & Touche en 2002) s'accordent à penser que les mesures visant à accroître la transparence devraient aussi tenir compte des répercussions sur la liquidité. Globalement, toutefois, les résultats des études à ce sujet ne sont toujours pas concluants quant aux effets d'un accroissement de la transparence sur la qualité globale du marché (Allen, Hawkins et Sato, 2001).

Si un gain de transparence est bénéfique au marché dans son ensemble, une transparence complète ne constitue pas nécessairement la solution idéale dans tous les cas. Citons notamment l'exemple d'un courtier qui serait tenu de divulguer au marché, en temps réel, des informations sur les opérations de montant élevé (selon le principe de la transparence complète en aval des transactions). Celui-ci verrait augmenter les coûts de gestion des risques relatifs à son stock de titres, puisque les autres courtiers, informés en temps réel du sens et de la taille d'une opération, ne manqueraient pas de procéder à un ajustement stratégique de leurs prix sur le marché intercourtiers⁶. Ainsi, une pleine transparence post-transaction limiterait la capacité des courtiers à gérer les risques liés à leur stock, ce qui les rendrait moins enclins à fournir de la liquidité au marché. Au bout du compte, les courtiers pourraient faire porter la hausse de leurs coûts à leurs clients, en élargissant l'écart entre les cours acheteur et vendeur et en contribuant moins à la profondeur du marché.

Transparence actuelle des marchés canadiens des titres à revenu fixe

Selon le sondage de l'ACCOVAM et des ACVM à propos de la réglementation des marchés des titres à revenu fixe (Deloitte & Touche, 2002), la trans-

3. Un marché est généralement considéré comme liquide si des opérations de montant élevé peuvent y être effectuées rapidement sans incidence marquée sur les prix (BRI, 1999).
4. Cette participation accrue aiderait aussi les courtiers à gérer une partie du risque lié à leur stock de titres, en intensifiant la fréquence des transactions entre eux et leurs clients.

5. Parce que ces clients sont essentiellement des investisseurs institutionnels, ils ont habituellement l'obligation fiduciaire d'obtenir au moins trois prix auprès de courtiers différents.
6. Les courtiers se servent du marché intercourtiers des titres à revenu fixe non seulement pour déterminer les prix, mais aussi pour répartir entre les autres courtiers les risques de position qu'ils prennent dans le cadre de leurs opérations avec leurs clients.

parence des prix varie selon le type de valeur mobilière et le type d'opérateur. Les répondants au sondage estiment que les titres d'État sont transparents au chapitre des prix, quoique les titres peu liquides le soient moins. Par contre, le sondage révèle que les investisseurs de détail ont accès à très peu d'information sur les prix.

À l'heure actuelle, les participants au marché, soit les investisseurs institutionnels (ou de gros), peuvent obtenir de l'information sur les titres d'emprunt par l'entremise de CanPX⁷, un système de déclaration des cours et des transactions conçu pour fournir à toutes les parties intéressées des données centralisées sur les prix pratiqués sur le marché intercourriers. En accédant à ce système, les participants peuvent connaître les meilleurs cours acheteur et vendeur offerts sur ce marché.

Les opérateurs peuvent également s'enquérir des cours en téléphonant aux courtiers, ou obtenir des prix indicatifs par l'intermédiaire de services de presse tels que Bloomberg. Les systèmes de négociation parallèles (SNP) implantés au Canada récemment leur donnent aussi accès aux prix de plusieurs courtiers. Il est donc possible que les SNP améliorent la transparence du marché des titres à revenu fixe.

Les progrès technologiques : une occasion d'améliorer la transparence

Les systèmes de négociation électroniques ont connu une expansion rapide sur les marchés des valeurs mobilières ces dernières années, mais leur degré d'implantation a été inégal. Des différences dans la structure des marchés ont fait en sorte que la négociation électronique s'est répandue moins vite dans les marchés des titres à revenu fixe que dans ceux des actions et des changes⁸. Par ailleurs, les marchés canadiens des titres à revenu fixe ont été plus lents à adopter ces systèmes que leurs homologues américains et européens. Cela peut être en partie le fait des motivations et des besoins variés des opérateurs, de même que des facteurs concurrentiels et réglementaires à l'œuvre dans chaque pays. La taille relativement petite des marchés canadiens et le degré de concentration, conjugués au coût élevé de l'infrastructure tech-

nologique requise, expliquent peut-être aussi l'implantation moins rapide de la négociation électronique au Canada.

L'incidence des systèmes de négociation électroniques

Les effets des systèmes de négociation électroniques se font déjà sentir de maintes façons sur le fonctionnement des marchés des titres à revenu fixe, surtout aux États-Unis et en Europe. Premièrement, ces systèmes peuvent permettre une plus grande transparence, aussi bien en amont qu'en aval des transactions. L'avantage le plus communément attribué à ces systèmes est d'ailleurs leur pouvoir d'améliorer le processus de détermination des prix, et donc d'aider à l'établissement des meilleurs cours possibles. Deuxièmement, grâce en particulier à ses capacités de traitement direct des opérations, la négociation électronique peut s'avérer plus économique. Troisièmement, les systèmes de négociation électroniques modifient les rapports entre courtiers et clients. Par exemple, ces derniers peuvent connaître les prix de plusieurs courtiers presque instantanément, sans avoir à communiquer avec chacun d'eux. L'introduction d'un système interclients (qui permet de se passer des intermédiaires que sont les courtiers) pourrait venir modifier la structure des marchés des titres à revenu fixe, en décloisonnant les sphères des opérations que les courtiers concluent entre eux, d'une part, et avec leurs clients, d'autre part.

Cotation et déclaration des opérations

En centralisant l'information sur les cours, le système CanPX assure une plus grande transparence des prix pratiqués sur le marché canadien des titres à revenu fixe. Au stade actuel de son développement, il ne couvre cependant que les titres d'État servant de référence et un nombre relativement restreint de titres de sociétés négociés sur le marché intérieur. Selon le rapport de Deloitte & Touche (2002), ce système suscite des réactions contrastées. D'une part, les investisseurs institutionnels et les émetteurs reconnaissent qu'il améliore bel et bien la transparence des prix. Les grands courtiers, pour leur part, émettent des réserves sur la qualité des données affichées dans CanPX; celles-ci se limitent aux transactions d'un montant minimum, alors que les prix varient habituellement en fonction de la taille de la transaction.

7. Semblable au système américain GovPX, le système CanPX a été conçu par des courtiers intermédiaires et des institutions membres de l'ACCOVAM. Il est entré en service au Canada en 1999.

8. L'avancée de la négociation électronique est aussi largement fonction des types d'actifs, les produits homogènes et standardisés s'avérant plus faciles à intégrer aux nouvelles plateformes.

Amélioration de la qualité des marchés

Les systèmes de négociation électroniques et les systèmes de cotation et de déclaration des opérations apportent une réelle contribution aux marchés canadiens des titres à revenu fixe. Bien qu'étant encore au stade embryonnaire dans certains cas, ces systèmes sont susceptibles, à terme, d'accentuer la transparence du marché. Et comme cette dernière favorise la fiabilité du processus de détermination des prix et l'efficacité de la répartition des risques parmi les participants, la négociation électronique contribue du même coup à la qualité des marchés.

Réaction des pouvoirs publics canadiens

Au Canada, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières participent activement à l'encadrement des activités des systèmes de négociation électroniques. Des « textes sur les SNP » sont entrés en vigueur en décembre 2001⁹. Le but premier de ces textes est d'établir un cadre qui permette aux SNP de faire concurrence aux systèmes de négociation traditionnels. Les objectifs de la réglementation sont d'offrir un choix plus vaste aux investisseurs, de faire baisser les coûts des transactions et d'améliorer le processus de détermination des prix ainsi que l'intégrité du marché. Les textes sur les SNP comprennent trois éléments : 1) un cadre pour la réglementation des marchés; 2) des exigences en matière de transparence des données et d'intégration des marchés; 3) des règles sur la réglementation des marchés¹⁰. Les exigences en matière de transparence des données visent deux catégories de valeurs : a) les actions cotées au Canada et celles cotées à l'étranger; b) les titres d'emprunt non cotés.

En vertu des textes sur les SNP, les règles de transparence concernant les titres d'emprunt s'appliquent aux administrations publiques et aux sociétés. Dans le cas des titres émis par les administrations publiques, les marchés et les courtiers intermédiaires doivent fournir, à un centre de traitement de l'information, des données en temps réel sur les ordres et les opérations se rapportant à des titres

de référence désignés (principe de la transparence complète en amont et en aval des opérations)¹¹. Pour les titres de sociétés, les marchés doivent communiquer, au centre de traitement, des données en temps réel sur les ordres; la déclaration des renseignements sur les opérations est quant à elle assujettie à des plafonds en matière de volume et à des délais¹².

Les ACVM ont exempté les SNP des titres à revenu fixe des règles de transparence jusqu'au 31 décembre 2003. En octobre 2003, l'organisme a annoncé que des modifications seront apportées aux textes sur les SNP. Ainsi, toutes les opérations sur titres d'État seront soustraites aux exigences en matière de transparence pendant encore trois ans, alors que ces exigences s'appliqueront comme prévu aux titres de sociétés. Les ACVM ont indiqué que ce délai permettra aux opérateurs de déterminer quel degré de transparence convient le mieux aux marchés des titres d'État. Les ACVM ont aussi recommandé le système CanPX à titre de centre de traitement de l'information relative aux titres d'emprunt de sociétés¹³.

Opinions au sujet des textes sur les SNP

De concert avec le ministère des Finances, la Banque participe depuis 1999 à l'élaboration des textes sur les SNP, et elle a eu l'occasion de se prononcer sur les répercussions que les règles qu'ils renferment pourraient avoir sur le bon fonctionnement des marchés des titres à revenu fixe. Tout en étant favorable à une plus grande transparence dans l'ensemble, la Banque est d'avis que les exigences à cet égard doivent être conçues de façon à ne pas avoir d'incidence négative sur le mécanisme de détermination des prix ou sur la liquidité des marchés.

Conjointement avec les ACVM et le Comité de la transparence du marché obligataire (CTMO), la Banque insiste depuis le départ sur l'importance

9. Les textes sur les SNP sont constitués de la Norme canadienne 21-101 — Le fonctionnement du marché (NC 21-101), de la Norme canadienne 23-101 — Les règles de négociation (NC 23-101) et des instructions complémentaires connexes (IC 21-101 et IC 23-101).
10. Le terme « marché » désigne les bourses et les systèmes de cotation et de déclaration des opérations, y compris les SNP. Il n'englobe pas les courtiers intermédiaires.

11. Les règles applicables aux SNP définissent le centre de traitement de l'information comme étant un particulier ou une société qui reçoit et fournit des informations en vertu de la Norme canadienne 21-101 et qui a produit le formulaire 21-101F5.
12. Plus précisément, les marchés, les courtiers intermédiaires et les courtiers qui exécutent des transactions hors marché doivent fournir, dans l'heure qui suit, des renseignements sur les opérations conclues à hauteur de 2 millions de dollars, dans le cas des titres de sociétés de premier ordre, et de 200 000 dollars, dans celui des titres de sociétés qui ne sont pas de qualité supérieure.
13. En septembre 2003, les commissions provinciales des valeurs mobilières ont désigné CanPX en tant que centre de traitement de l'information pour les titres de sociétés.

de fixer des niveaux de transparence appropriés en consultation avec les parties intéressées¹⁴. Certes, l'accroissement de la transparence est souhaitable, en particulier dans le secteur des opérations de détail, mais il convient de poser des gestes mesurés afin de ne pas perturber le bon fonctionnement des marchés institutionnels des titres à revenu fixe. Les participants au sondage de Deloitte & Touche partagent cet avis.

Il apparaît nécessaire, entre autres, d'instaurer un cadre réglementaire qui soit équitable, mais qui tienne compte aussi des similitudes et des différences entre les structures de marché. En particulier, il a été suggéré que les SNP et les marchés des titres à revenu fixe de nature semblable soient assujettis aux mêmes règles de transparence. Ainsi, les systèmes affichant les prix d'exécution des ordres seraient astreints au même degré de transparence que les courtiers intermédiaires, qui publient également ces prix. En outre, la Banque et le ministère des Finances ont dit avoir confiance en la capacité des courtiers intermédiaires et des systèmes affichant les prix d'exécution effectifs d'assurer une plus grande transparence que les systèmes affichant des prix indicatifs.

Après l'entrée en vigueur des modifications proposées, au début de 2004, les opérations sur les titres d'emprunt de sociétés seront assujetties aux textes sur les SNP. Toutefois, les ACVM ont indiqué qu'il est trop tôt pour imposer des règles de transparence au marché des titres d'État. Ces derniers étant les plus liquides des titres canadiens à revenu fixe, on pourrait s'attendre à ce qu'ils se prêtent davantage que les titres de sociétés à un relèvement du degré de transparence exigé, et ce, à assez brève échéance.

Les prochaines étapes

En collaboration avec le ministère des Finances, les ACVM et le CTMO, la Banque continuera de promouvoir l'adoption de mesures d'amélioration de la transparence qui tiennent compte des caractéristiques propres aux marchés des titres à revenu fixe.

En février 2004, la Banque tiendra un atelier sur la réglementation et la transparence des marchés des titres à revenu fixe. Cette rencontre réunira des universitaires, des représentants d'organismes de réglementation et des opérateurs, qui analyseront

ensemble des questions concernant la transparence et la qualité des marchés. Les résultats de cet atelier viendront appuyer les travaux de la Banque visant à accroître l'efficacité du marché canadien des titres à revenu fixe.

Bibliographie

- Allen, H., J. Hawkins et S. Sato (2001). « Electronic Trading and its Implications for Financial Systems ». In : *Electronic Finance: A New Perspective and Challenges*, actes d'un atelier organisé par la BRI en juillet 2001, BIS Papers No. 7.
- Banque des Règlements Internationaux (1999). *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, rapport d'un groupe d'étude établi par le Comité sur le système financier mondial.
- (2001). *The Implications of Electronic Trading in Financial Markets*, rapport d'un groupe d'étude établi par le Comité sur le système financier mondial.
- Boisvert, S., et C. Gaa (2001). « Innovation et concurrence au sein des marchés boursiers canadiens », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 17-34.
- Deloitte & Touche (2002). *IDA/CSA Market Survey on Regulation of Fixed Income Markets*. Document accessible à l'adresse http://www.ida.ca/Files/IndIssues/PubResearch/IDACSAMarketSurvey/SurveyReport_en.pdf
- Gravelle, T. (2002). « The Microstructure of Multiple-Dealer Equity and Government Securities Markets: How They Differ », document de travail n° 2002-9, Banque du Canada.
- O'Hara, M. (1995). *Market Microstructure Theory*, Cambridge (Massachusetts), Blackwell Publishers Inc.

14. Créé par les ACVM, le CTMO a pour mandat de déterminer quels degrés de transparence conviennent le mieux aux marchés canadiens des titres d'emprunt. Le comité est conçu de manière à compter, autant que possible, des représentants de tous les segments du marché des titres à revenu fixe.