

**Changements apportés au cadre de distribution
des titres de dette du gouvernement canadien**

Août 2005

Introduction

Le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien a pour objet d'assurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et de favoriser le bon fonctionnement du marché de ses titres. À l'intérieur de ce cadre, le ministère des Finances et la Banque du Canada (le « gouvernement ») s'emploient à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence aux adjudications d'obligations négociables et de bons du Trésor. Dans le contexte de la réduction de la dette fédérale, le gouvernement a engagé ces dernières années un large éventail de mesures destinées à promouvoir la participation et la concurrence aux adjudications des titres du gouvernement canadien.

À l'automne 2004, dans le prolongement de ses efforts visant à maintenir le bon fonctionnement du marché, le gouvernement a entrepris de réexaminer le cadre de distribution de ses titres de dette. Ce réexamen comportait la réalisation d'une analyse de la question par le gouvernement et la consultation des intéressés.

La démarche était jugée opportune compte tenu de l'évolution qu'a connue le marché des titres d'État depuis 1998, année du dernier réexamen : diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral; concentration accrue de la participation aux adjudications et du marché secondaire; intérêt des investisseurs à participer directement aux adjudications; et innovations sur les marchés financiers, comme les systèmes de négociation parallèles.

Conclusions générales

Il ressort de l'analyse effectuée par le gouvernement et des consultations menées auprès des intéressés que le cadre actuel de distribution des titres de dette du gouvernement canadien fonctionne bien dans l'ensemble. Les titres mis aux enchères sont systématiquement adjugés en totalité, et ce, dans des conditions de concurrence. Le cadre de distribution concourt à la bonne marche globale du marché des titres d'État et, par extension, à celle du marché canadien des titres à revenu fixe.

En général, les acteurs du marché observent une concentration accrue de la participation aux adjudications depuis quelques années en raison du nombre réduit de grandes maisons de courtage qui assurent la vente des titres du gouvernement. Le marché secondaire des titres d'État, à l'instar d'autres segments du marché intérieur des titres à revenu fixe, est lui aussi davantage concentré. Cependant, aucun commentaire ou donnée n'indique que ce degré de concentration aurait nui à la concurrence. Il n'en demeure pas moins que, dans l'ensemble, les participants appuient la poursuite des mesures destinées à stimuler la concurrence et la participation aux adjudications des titres du gouvernement canadien.

Changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

À la lumière de ces conclusions, le gouvernement a décidé de modifier quelque peu le cadre de distribution pour en maintenir l'efficacité et favoriser une participation équitable et concurrentielle lors des adjudications. Les changements se rangent en deux grandes catégories : accès des négociants et des clients aux adjudications, et obligations minimales des négociants en matière de soumission.

1. Accès aux adjudications

a) *Changements apportés au calcul des limites de soumission concurrentielle*

Les nouvelles formules de calcul des limites de soumission concurrentielle tiendront compte des résultats obtenus par les négociants aux opérations de rachat ainsi qu'aux adjudications de bons de gestion de trésorerie non fongibles¹. Par contre, les achats faits par la Banque du Canada aux adjudications n'entreront plus dans le calcul, puisque les titres qu'elle détient ne sont pas échangés sur le marché secondaire.

Ces changements permettront de mieux rendre compte de la diversité des opérations sur titres d'État auxquelles les négociants participent, et ils donneront une indication plus juste de l'offre de titres dans le marché. Ils favoriseront la participation des négociants à un large éventail d'opérations sur titres d'État, sans pour autant réduire l'accès de ceux qui choisissent de ne pas modifier leur type de participation.

b) *Relèvement des limites de soumission non concurrentielle des clients*

Les limites de soumission non concurrentielle des clients passeront de 3 à 5 millions de dollars pour les adjudications de bons du Trésor et d'obligations. Dans le cas des obligations à rendement réel, elles demeureront de 3 millions de dollars, en raison de la taille modeste des adjudications portant sur ces titres.

La hausse des limites de soumission non concurrentielle favorisera l'accès d'un large éventail de petits investisseurs aux adjudications.

c) *Relèvement des limites de soumission des distributeurs de titres d'État pour le compte de clients*

i) *Soumissions concurrentielles*

À l'heure actuelle, le montant des soumissions concurrentielles qu'un distributeur de titres d'État² est autorisé à présenter pour le compte de clients ne peut dépasser le plus élevé des deux montants suivants : 5 % du montant à adjuger ou sa propre limite de soumission. À l'avenir, les négociants principaux seront habilités à présenter, pour le compte de clients, des soumissions concurrentielles pouvant atteindre 25 % du montant mis aux enchères. Dans le cas des autres distributeurs de titres d'État, cette limite sera établie à 10 % du montant à adjuger. Le total des soumissions concurrentielles présentées par un négociant principal pour son propre compte et pour celui de clients ne pourra dépasser 40 % du montant mis aux enchères, comme c'est le cas maintenant.

ii) *Soumissions non concurrentielles*

Actuellement, les négociants ne peuvent présenter pour plus de 3 millions de dollars de soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Cette

limite sera portée à 10 millions de dollars. Ce changement ne touche que les adjudications d'obligations à rendement nominal et de bons du Trésor.

Les changements ont pour but d'aider les négociants à accepter des ordres importants de leurs clients et de favoriser l'accès de ces derniers aux adjudications.

d) Confirmation, par le gouvernement, que les systèmes de négociation parallèles admissibles peuvent devenir distributeurs de titres d'État

Les entités qui désirent participer directement aux adjudications de titres du gouvernement canadien doivent satisfaire aux exigences énoncées dans les modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications. Dorénavant, ces entités pourront inclure les systèmes de négociation parallèles, à condition que ceux-ci respectent en tous points les exigences d'ordre opérationnel et financier de même que celles en matière de déclaration.

Les systèmes de négociation parallèles occupent une part croissante du marché secondaire. Ce changement pourrait offrir au gouvernement un nouveau canal de distribution pour ses titres de dette et ainsi élargir la base des investisseurs.

Cette politique est destinée à favoriser l'expansion du marché ainsi que la participation.

2. Obligations minimales en matière de soumission

a) Réduction des obligations imposées aux négociants principaux

Conformément aux modalités de participation actuelles, tout négociant principal doit, à chaque adjudication, présenter des offres qui équivalent au minimum à 50 % de sa limite de soumission et qui correspondent à des prix raisonnables pour le gouvernement. Le montant minimal de soumission restera de 50 %. Le plafond de la fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables sera haussé à l'égard de tous les titres, passant du taux limite³ majoré de cinq points de base au taux limite majoré de dix points de base. Cet assouplissement des exigences allégera les obligations des négociants principaux, ce qui stimulera la participation aux adjudications.

b) Imposition à tous les négociants de l'obligation de participer périodiquement aux adjudications

À l'heure actuelle, les distributeurs de titres d'État qui ne sont pas négociants principaux n'ont aucune obligation minimale à respecter en matière de participation aux adjudications. À l'avenir, ils devront soumissionner avec succès à au moins une adjudication de titres du gouvernement canadien tous les six mois pour pouvoir demeurer distributeurs de titres d'État. La participation aux adjudications s'en trouvera donc accrue.

Entrée en vigueur des changements

Les changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien prendront effet en octobre 2005, après la mise à jour des modalités de participation aux adjudications des titres du gouvernement canadien et des règlements connexes.

Changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

	Limites de soumission concurrentielle		Limites de soumission non concurrentielle		Plafond de la fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables		Obligations minimales de participation	
	Règles actuelles	Nouvelles règles	Règles actuelles	Nouvelles règles	Règles actuelles	Nouvelles règles	Règles actuelles	Nouvelles règles
Négociant principal								
- pour son propre compte	Bons du Trésor : 25 % Obligations : de 10 à 25 %	Aucun changement	3 millions de dollars	Aucun changement	Taux limite + 5 points de base**	Taux limite + 10 points de base	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucun changement
- pour le compte de clients	Limite de soumission du négociant principal	25 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	10 millions de dollars ORR* : 3 millions de dollars	Aucune	Aucun changement	Aucune	Aucun changement
- ensemble des soumissions	40 % du montant à adjuger	Aucun changement	6 millions de dollars	13 millions de dollars ORR* : 6 millions de dollars	Aucune	Aucun changement	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucun changement
Distributeur de titres d'État								
- pour son propre compte	Bons du Trésor : 10 % Obligations : de 1 à 9 %	Aucun changement	3 millions de dollars	Aucun changement	Aucune	Aucun changement	Aucune	Acceptation d'une soumission (concurrentielle ou non) tous les 6 mois pour son propre compte ou pour celui de clients
- pour le compte de clients	Le plus élevé des montants suivants : 5 % ou la limite de soumission du distributeur	10 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	10 millions de dollars ORR* : 3 millions de dollars	Aucune	Aucun changement	Aucune	Aucune
Client	25 %	Aucun changement	3 millions de dollars	5 millions de dollars	Aucune	Aucun changement	Aucune	Aucun changement

* ORR : obligation à rendement réel

** Depuis le 1^{er} juin 2004, le plafond suivant est appliqué à titre d'essai lors d'adjudications d'obligations à rendement réel en forte demande : taux de rendement sur le marché secondaire majoré de cinq points de base.

¹ Les bons de gestion de trésorerie fongibles entrent déjà dans le calcul des limites de soumission.

² Les négociants principaux forment une catégorie particulière de distributeurs de titres d'État.

³ On entend par « taux limite » le taux de rendement le plus élevé accépté à une adjudication.