



L'évolution des politiques et de l'infrastructure

Introduction

Le système financier et ses diverses composantes (institutions, marchés et systèmes de compensation et de règlement) s'appuient sur une infrastructure constituée d'un ensemble de mécanismes, dont les politiques gouvernementales, qui influent sur la structure du système financier et en facilitent le fonctionnement. L'expérience montre qu'une infrastructure solide et bien ramifiée compte pour beaucoup dans la robustesse d'un système financier. La présente section de la Revue consiste en un survol des travaux réalisés sur le sujet, y compris ceux qui portent sur les aspects pertinents de l'évolution des politiques en la matière.

Pour que le système financier fonctionne efficacement, il est important que les participants au marché aient aisément accès à l'information dont ils ont besoin pour prendre des décisions éclairées.

Au cours des deux dernières années, une série de révélations au sujet des pratiques de comptabilité et de régie interne douteuses de certaines entreprises, aux États-Unis surtout, ont miné la confiance des investisseurs à l'égard des données financières divulguées et des règles de gouvernance des sociétés. L'article intitulé *Rétablissement de la confiance des investisseurs : survol des récentes mesures prises au Canada* présente un aperçu des initiatives mises en œuvre dans le but d'améliorer les pratiques de gouvernance au pays. Bien que les corrections apportées à la réglementation et aux mécanismes de déclaration des données financières devraient s'avérer utiles, leur efficacité n'est pas encore avérée.

Les systèmes de négociation parallèles (c.-à-d. électroniques), qui se sont développés récemment, permettent d'espérer une meilleure transparence des marchés des valeurs mobilières. L'article *Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes* fait état de la présence grandissante de ces systèmes au Canada. Leur apparition a rendu nécessaire la mise en place d'un ensemble de règles que la Banque du Canada contribue à définir.

Les systèmes de paiement des transactions de détail sont aussi au nombre des éléments qui

soutiennent les marchés financiers et, de fait, l'ensemble de l'activité commerciale au Canada. Si tout le monde connaît bien les divers types d'instruments de paiement (espèces, chèques, cartes de crédit et de débit, etc.), il n'en va pas de même pour les systèmes qui assurent le transfert des fonds entre les particuliers, les entreprises et les entités publiques. Le troisième article, intitulé *Les paiements de détail : enjeux stratégiques*, fait le point sur les éléments moteurs du changement dans ce domaine, issus en partie des nouvelles technologies de l'information.

Rétablissement de la confiance des investisseurs : survol des récentes mesures prises au Canada

Jim Armstrong

Les défaillances d'entreprises causées par une mauvaise gouvernance et des lacunes dans la présentation de l'information financière ne sont certes pas un fait nouveau. Néanmoins, les faillites retentissantes survenues récemment aux États-Unis, comme celles d'Enron, de Worldcom et d'autres sociétés bien en vue, et les nombreux cas de moindre ampleur répertoriés de par le monde ont attiré l'attention sur ces mauvaises pratiques. Ce qui est particulièrement troublant, c'est le profond désalignement constaté dans un certain nombre de cas entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Il est permis de croire que cette discordance a contribué à des chutes marquées des cours boursiers et à une perte de confiance plus généralisée dans les marchés financiers de par le monde.

Les états financiers ont toujours été un véhicule essentiel pour fournir des informations aux investisseurs. Or, tout soupçon quant à la validité de ces états peut miner la confiance des investisseurs et entraîner une hausse du coût des capitaux, ce qui a pour effet d'abaisser la productivité de l'économie.

Tel que le souligne dans son rapport récent un groupe de travail parrainé par la International Federation of Accountants (IFAC) et présidé par l'ancien gouverneur de la Banque du Canada, M. John Crow, [traduction] « presque toutes les faillites commerciales qui ont fait les manchettes sont le résultat d'un échec de l'entreprise, d'une mauvaise gouvernance et de déficiences dans la présentation de l'information financière. Le message qui doit être transmis dans les états financiers n'est pas bien communiqué, les structures de gouvernance de l'entreprise n'arrivent pas à prévenir ou à détecter cette lacune, et cela se traduit par une information non fidèle. À mesure qu'une entité s'approche de la faillite, elle est plus fortement incitée à déguiser ses résultats, ce qui accroît les risques de dérapage dans la présentation de l'information » (IFAC, 2003).

Durant la période de surchauffe des marchés boursiers observée à la fin des années 1990, les

pressions visant à pousser les cours des actions toujours plus haut ont souvent pris le pas sur de saines pratiques en matière de gouvernance des entreprises et de divulgation de l'information. L'octroi d'options d'achat d'actions formant une composante de plus en plus importante de la rémunération des dirigeants, ces pressions se sont accentuées. Les conditions propices aux fraudes retentissantes dont nous avons été témoins étaient dès lors réunies.

Ces cas extrêmes ont déclenché aux États-Unis un fort mouvement en faveur d'une réforme, lequel a mené à l'adoption de la loi phare Sarbanes-Oxley (juillet 2002). Cette loi, qui prévoit l'une des refontes législatives les plus ambitieuses jamais imposées aux entreprises américaines, établit de nouvelles normes à l'égard d'une multitude d'éléments — depuis les pratiques de gouvernance et de comptabilité jusqu'aux dates butoirs pour la publication des rapports, en passant par les codes de déontologie et les sanctions à infliger dans les cas de falsification de documents.

Étant donné la taille relativement petite des marchés financiers au Canada et leur forte intégration aux marchés américains, les organismes de réglementation de notre pays ont instauré des mesures qui tiennent compte de l'évolution récente aux États-Unis, mais qui prennent acte également des particularités de nos entreprises et de nos marchés financiers, dégageant ainsi une solution adaptée à la réalité canadienne. Ce qui complique un peu l'exercice, c'est que la réglementation aux États-Unis a toujours reposé sur l'application de règles exhaustives, alors qu'au Canada, on a surtout mis l'accent sur l'élaboration de principes directeurs auxquels les pratiques doivent généralement se conformer.

Les travaux de remaniement effectués au Canada ces derniers temps ont engagé collectivement les pouvoirs publics fédéraux et provinciaux, les organismes de réglementation et le secteur privé. Ceux-ci ont porté sur quatre grands champs,

définis comme suit par le ministère des Finances (2003) :

- renforcement de la gouvernance d'entreprise et de la reddition de comptes par les dirigeants;
- amélioration des rapports financiers et de la divulgation sur le marché;
- accroissement de la qualité des méthodes de vérification;
- conformité plus rigoureuse.

Les changements proposés ont pour objet de stimuler la confiance tout en veillant à ce que les coûts associés au respect des exigences demeurent raisonnables. Dans le présent article, nous examinons différents enjeux dans chacun des champs énumérés.

Renforcement de la gouvernance d'entreprise et de la reddition de comptes par les dirigeants

Au sens large, la gouvernance d'entreprise peut être définie comme étant la manière dont les administrateurs et les dirigeants d'entreprise s'acquittent de leurs responsabilités envers les actionnaires.

Les préoccupations liées à la gouvernance n'occupent le premier plan que lorsqu'il y a une distinction entre la propriété et le contrôle de l'entreprise, ce qui est le cas exclusif des sociétés par actions¹. Cette séparation des rôles peut donner lieu à ce que l'on appelle le « problème du mandat » (ou « problème d'agence »), c'est-à-dire la possibilité que les dirigeants de l'entreprise (les mandataires ou agents) modèlent leurs décisions en fonction de leurs propres intérêts plutôt qu'en fonction des intérêts des actionnaires (les mandants). À l'extrême, si une telle pratique n'est pas décelée, elle peut compromettre la viabilité de l'entreprise. Pour parer à cette éventualité, les actionnaires élisent des administrateurs qui, à leur tour, nomment les dirigeants et leur demandent de rendre des comptes.

Qui, au Canada, établit les normes en matière de gouvernance d'entreprise?

Les règles et les lignes directrices qui régissent la gouvernance d'entreprise au Canada émanent de plusieurs sources. Les entreprises de régime fédé-

ral sont assujetties aux dispositions de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, et les entreprises de régime provincial relèvent pour leur part des diverses législations provinciales sur les sociétés par actions. Les sociétés ouvertes sont également soumises aux lois provinciales sur les valeurs mobilières et aux règles boursières, le cas échéant.

Les institutions financières réglementées peuvent aussi devoir se conformer à des normes supplémentaires. Par exemple, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a publié en janvier 2003 de nouvelles directives sur la gouvernance d'entreprise à l'intention des institutions financières fédérales. Soulignons également qu'en 2001, la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) a mis à jour et actualisé son *Code de pratiques commerciales et financières saines*².

Plusieurs examens publics importants ont été réalisés au cours de la dernière décennie sur la qualité de la gouvernance des sociétés ouvertes canadiennes, examens qui ont généralement donné lieu à des évaluations et des suggestions d'améliorations³. Tout récemment, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a publié un rapport (2003) sur les différents volets de la crise de confiance qui a secoué les marchés financiers (dont la gouvernance d'entreprise est l'un des aspects), et a formulé une série de recommandations très diverses. Nombre de travaux utiles ont aussi été menés au cours de cette période, quoique les réformes proposées demeurent en grande partie facultatives pour les sociétés ouvertes.

Grandes lignes de la réforme récente des conseils d'administration

Au lendemain des scandales qui ont éclaboussé certaines grandes sociétés, la réforme des pratiques

1. Les autres grandes catégories d'entreprises sont les entreprises individuelles et les sociétés de personnes, dans lesquelles il n'y a aucune distinction entre la propriété et le contrôle.

2. Ce code, qui s'applique aux membres de la SADC (à savoir toutes les institutions de régime fédéral acceptant les dépôts des particuliers), s'appuie sur les pratiques suivies par les institutions de dépôt les mieux administrées.

3. En 1994, par exemple, la Bourse de Toronto a créé un comité sous la présidence de M. Peter Dey (ancien président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario), qui a émis 14 recommandations visant l'application de pratiques optimales et portant particulièrement sur les conseils d'administration et leurs relations avec les actionnaires et les dirigeants. En 1998, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a produit un rapport (le rapport Kirby) sur les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels. En 2000, on assistait à la création du Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise, présidé par M^{me} Guylaine Saucier. Dans son rapport final, le Comité a proposé des modifications aux recommandations du rapport Dey à la lumière des tendances observées sur le front de la mondialisation.

de gouvernance est devenue nettement plus impérative. Compte tenu des nombreux dérapages observés au sein des conseils d'administration, il n'est pas étonnant que beaucoup d'efforts aient été consacrés à la refonte de ces conseils, afin de faire en sorte que les administrateurs soient plus indépendants et davantage tenus de rendre des comptes.

Aux États-Unis, les diverses mesures proposées par les grandes bourses (mesures qui devraient être entérinées par la Securities and Exchange Commission pour une mise en application progressive) exigeront que les conseils d'administration soient composés d'une majorité d'administrateurs indépendants. De plus, les comités des conseils d'administration considérés généralement comme étant les principaux — soit les comités de vérification, de rémunération et de mises en candidature — devront être formés exclusivement d'administrateurs indépendants et se soumettre à des règles additionnelles⁴. Les nouvelles mesures proposées renferment une définition étroite de l'indépendance, qui exclut toutes les personnes ayant une relation financière importante avec l'entreprise, de même que les membres de leur famille et les anciens employés. En ce qui concerne les relations établies antérieurement, il y aura une période d'attente obligatoire à franchir (d'une durée probable de cinq ans) avant qu'un administrateur puisse être qualifié d'indépendant.

Au Canada, les travaux de réforme des conseils d'administration se sont intensifiés. Comme on le sait, beaucoup de grandes entreprises canadiennes sont cotées à la fois aux bourses du Canada et des États-Unis, et elles devront maintenant se conformer à bon nombre des nouvelles normes adoptées au sud de la frontière si elles veulent continuer d'avoir accès aux marchés financiers américains. Après plus d'un an de débats et d'examen, de nombreuses entreprises canadiennes ont procédé à des changements internes dans des domaines comme la composition des comités, les pratiques des conseils d'administration et les régimes de rémunération (McFarland, 2003). Récemment, le *Globe and Mail* a procédé à une étude auprès de 207 des plus grandes sociétés ouvertes du Canada, leur attribuant des notes à l'égard d'une variété de facteurs associés à une bonne gouvernance. Cette étude a révélé que les deux tiers des sociétés de l'échantillon avaient amélioré leurs résultats au cours de l'année (McFarland et Church, 2003).

4. Les comités de vérification, par exemple, devront se conformer à de nouvelles exigences en ce qui a trait aux compétences de leurs membres dans le domaine des finances et à la fréquence de leurs réunions.

Les pressions en vue d'une refonte des normes de gouvernance viennent aussi d'autres sources. En juin 2002, par exemple, un groupe d'importants investisseurs institutionnels canadiens a créé la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, un forum devant permettre aux membres d'échanger de l'information et de travailler ensemble à l'amélioration des pratiques de gouvernance. Ce dernier a fait paraître en août dernier une série de lignes directrices. Le Conseil canadien des chefs d'entreprise, pour sa part, publiait en septembre 2002 une déclaration précisant les mesures que les chefs de direction et les conseils d'administration étaient invités à prendre pour renforcer la gouvernance de leur entreprise.

Des doutes ont été exprimés quant à la pertinence des nouvelles normes américaines pour l'ensemble des sociétés canadiennes. Le secteur des entreprises au Canada est structuré différemment de celui des États-Unis, comptant relativement plus de petites sociétés ouvertes et d'entreprises à propriété plutôt fermée (entreprises familiales, par exemple), par opposition à des entreprises détenues par un plus grand nombre d'actionnaires. D'aucuns ont soutenu également que les propositions relatives à l'indépendance des administrateurs sont trop onéreuses pour les petites entreprises — l'argument étant que ces dernières auraient de la difficulté à attirer des administrateurs indépendants en nombre suffisant — et qu'elles ne sont pas raisonnables pour les sociétés contrôlées par un nombre limité de personnes (membres d'une même famille). Ces arguments ont même amené certains à militer en faveur d'un code de gouvernance « à deux volets » au Canada, dont l'un comporterait des normes moins rigoureuses applicables aux petites entreprises.

La réforme des normes de gouvernance n'est pas encore achevée. Une étape importante a toutefois été franchie en juin 2003, lorsque douze des treize commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières ont proposé de nouvelles règles à l'intention des sociétés cotées en bourse, règles qui exigent notamment :

- que le rôle et la composition des comités de vérification soient précisés;
- que les chefs de direction et les directeurs des finances attestent l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des sociétés.

Les sociétés cotées à la Bourse de Toronto seraient ainsi tenues d'établir des comités de vérification dont tous les membres sont indépendants et compétents en matière financière. En revanche, les entreprises plus petites inscrites à la Bourse de

croissance TSX et les émetteurs hors bourse ne devraient dévoiler que les noms des membres du comité de vérification qui sont indépendants et compétents en matière financière.

En outre, une nouvelle « règle d'attestation », applicable à toutes les sociétés cotées en bourse, exigera que tous les chefs de direction et les directeurs des finances attestent l'exactitude des états financiers de leur société et fournissent des informations sur l'efficacité de leurs contrôles internes.

La Bourse de Toronto prône aussi l'adoption de nouvelles normes de gouvernance d'entreprise. En septembre 2002, elle proposait que des changements soient apportés à ses lignes directrices facultatives en matière de régie d'entreprise et à ses critères d'admission à la cote afin de faire état des dernières tendances en matière de pratiques exemplaires. On s'attend à ce que ces propositions soient modifiées à la lumière des mesures prônées par les commissions des valeurs mobilières pour raffermir la confiance des investisseurs.

Des propositions précises sont également en cours d'élaboration en vue de remanier les dispositions relatives à la gouvernance que renferment la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et d'autres lois régissant les institutions financières.

Présentation de l'information financière et normes comptables

La présentation d'une information financière complète et fidèle est un élément clé d'une saine gouvernance d'entreprise. Tel que le signale le récent rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce (2003), « le manque de transparence préoccupe toutes les parties concernées, actionnaires, investisseurs, prêteurs et vérificateurs ».

Normalisation

Au Canada, la supervision des procédés de présentation de l'information financière relève d'un certain nombre d'organismes de réglementation, d'autoréglementation et de surveillance. La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et les diverses lois provinciales sur les sociétés par actions et sur les valeurs mobilières exigent que les entreprises dressent leurs états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus.

Le Conseil des normes comptables (CNC) de l'association professionnelle des experts-comptables, l'Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA), établit les normes comptables. Le droit de regard du public sur les activités du CNC est assuré par

le Conseil de surveillance des normes comptables, lequel est formé d'un groupe de personnes membres de la profession comptable et de personnes extérieures à celle-ci.

Normes comptables

Les principes comptables généralement reconnus, ou PCGR, sont un ensemble de conventions qui visent à assurer la clarté et l'uniformité des états financiers des sociétés.

Les PCGR du Canada ont toujours été davantage fondés sur des principes et des jugements, alors que ceux des États-Unis s'appuient principalement sur des règles. Cela dit, les deux systèmes comportent une combinaison de règles et de principes. Le Conseil international des normes comptables préconise l'établissement de normes uniformes à l'échelle mondiale qui soient davantage fondées sur des principes. Le Financial Accounting Standards Board des États-Unis participe à cette initiative. Les normes canadiennes, bien qu'elles continuent d'être fortement influencées par celles des États-Unis, seront vraisemblablement modulées en fonction des efforts d'harmonisation à l'échelle internationale⁵.

D'importants changements ont été apportés aux normes comptables canadiennes afin d'améliorer l'information divulguée. Ce sont :

- de nouvelles lignes directrices applicables aux instruments dérivés spéculatifs, entrées en vigueur pour les exercices commençant en juillet 2002;
- une nouvelle ligne directrice exigeant la divulgation des garanties, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2003;
- une nouvelle ligne directrice relative aux entités à détenteurs de droits variables, devant entrer en vigueur en janvier 2004;
- un projet de ligne directrice sur la passation en charges des options d'achat d'actions, dont l'entrée en vigueur est prévue pour janvier 2004.

Accroissement de la qualité des méthodes de vérification

Les récentes déficiences observées dans la gouvernance des entreprises ont souvent été associées aux accrocs à l'intégrité du processus de vérifica-

5. L'harmonisation n'implique pas nécessairement l'adoption stricte des règles américaines et internationales; il s'agit plutôt d'en respecter l'essence ou l'esprit, selon un modèle adapté à la réalité canadienne.

tion, ce qui a conduit à une réévaluation de la fonction de vérification externe, et ce, à l'échelle mondiale. Les services-conseils offerts par les cabinets de vérification aux entreprises clientes, et dont l'importance est grandissante, ont fait l'objet d'un examen très rigoureux, car, dans certains cas, la prestation de tels services pourrait avoir compromis l'objectivité du processus de vérification.

Au Canada, les cabinets de vérification sont nommés en principe par les actionnaires, souvent d'après une recommandation formulée par le comité de vérification du conseil d'administration. Les pratiques de vérification au Canada s'inscrivent généralement dans un cadre d'autoréglementation. Les normes de vérification et de certification sont fixées par le Conseil des normes de certification, sous l'égide de l'ICCA. En octobre 2002, l'ICCA annonçait aussi la création du Conseil de surveillance de la normalisation en vérification et certification, un organisme public indépendant chargé d'encadrer l'établissement des normes canadiennes en matière de vérification; cet organisme a amorcé ses activités plus tôt cette année.

Les normes portant sur la pratique publique, comme les codes de déontologie et les règles relatives à l'indépendance des vérificateurs, sont élaborées par des associations professionnelles et instituts provinciaux d'experts-comptables à l'intention de leurs membres respectifs.

La création du Conseil canadien sur la reddition de comptes (CCRC), dont le président est l'ancien gouverneur de la Banque du Canada, M. Gordon Thiessen, a constitué un élément marquant à l'égard de la réglementation. La mission du CCRC, telle qu'elle a été annoncée en 2002, est « de contribuer à rétablir la confiance du public envers l'intégrité de l'information financière publiée par les sociétés canadiennes en favorisant une vérification indépendante de haut calibre. Le système amélioré, qui veillera à l'indépendance et à la transparence, fera en sorte que les vérificateurs des sociétés cotées au Canada seront soumis à des inspections plus fréquentes et plus rigoureuses⁶ ».

6. Le conseil des gouverneurs du CCRC est composé de cinq membres : le président des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM); les présidents de deux commissions de valeurs mobilières provinciales (la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission des valeurs mobilières du Québec); le surintendant des institutions financières du Canada; et le président-directeur général de l'Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA). Il convient de signaler qu'une ébauche de règle établie par douze des treize commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières, publiée en juin 2003, stipule que les vérificateurs de sociétés ouvertes doivent être membres en règle du CCRC.

En ce qui concerne l'importante question de l'indépendance des vérificateurs, l'ICCA a publié en 2002 un nouveau projet de norme devant s'appliquer aux vérificateurs et autres certificateurs canadiens. Selon l'ICCA (2002), « le principe de base qui sous-tend la nouvelle norme est qu'il ne faut ménager aucun effort en vue d'éliminer toute menace, réelle ou perçue, pour l'indépendance du vérificateur ». Parmi les principaux éléments de ce projet de norme sur l'indépendance, on retrouve les catégories de services autres que la certification que peuvent offrir les cabinets de vérification, ainsi que des exigences relatives à la rotation des vérificateurs.

Conformité plus rigoureuse

Beaucoup de mesures ont été prises pour renforcer le cadre de la conformité au Canada. Dans le budget de 2003, le gouvernement fédéral a annoncé l'adoption d'une approche nationale coordonnée en matière de conformité afin d'intensifier les enquêtes et les poursuites dans les cas graves de fraude d'entreprise et d'actes illicites sur les marchés. Un financement à hauteur de 30 millions de dollars par année a été prévu pour cette approche coordonnée qui englobe notamment :

- des modifications législatives du *Code criminel* visant à créer de nouvelles infractions (par exemple, transactions d'initiés irrégulières) ainsi que des outils permettant de recueillir des preuves, à rendre les pénalités plus sévères, à fournir des conseils sur les peines imposées, et à établir une compétence commune avec les provinces au titre des poursuites dans les cas graves de fraude sur les marchés financiers;
- de nouvelles ressources consacrées aux enquêtes sur les cas graves de fraude sur les marchés financiers. Des équipes spéciales d'enquêteurs, de juricomptables et d'avocats seront mises sur pied dans les principaux centres financiers du Canada;
- de nouvelles ressources venant appuyer les poursuites relatives aux cas de fraude sur les marchés financiers aux termes du *Code criminel* (y compris les affaires découlant des travaux des équipes spéciales d'enquête).

Au niveau provincial, les gouvernements ont renforcé les cadres de conformité existants pour leurs législations sur les valeurs mobilières. Ainsi, l'Ontario et le Québec ont adopté des modifications visant à actualiser les définitions des infractions relatives aux valeurs mobilières, à accroître les pénalités et à élargir les pouvoirs d'enquête de leurs commissions des valeurs mobilières.

Le 12 novembre 2003, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) accusaient réception d'un rapport rédigé par un groupe de travail indépendant sur les délits d'initiés, dans lequel celui-ci formule des recommandations quant aux moyens de prévenir les délits d'initiés sur les marchés des capitaux canadiens⁷. Ces recommandations s'articulent autour de trois axes : la prévention, le dépistage et la dissuasion. Les ACVM ont indiqué qu'elles en tiendraient compte dans l'élaboration de leur plan de lutte contre les délits d'initiés.

Conclusion

Nombre d'initiatives ont été lancées au Canada en matière de normes de gouvernance, de comptabilité et de vérification. Bien qu'il reste encore des choses à faire, rappelons que des changements réglementaires de cette nature occasionnent des frais supplémentaires pour les entreprises (lesquelles doivent se conformer aux normes plus rigoureuses en matière de présentation de l'information financière et de gouvernance). Il importe donc que les organismes de réglementation s'efforcent d'atteindre les objectifs souhaités en nuisant le moins possible à l'efficacité. Afin que les réformes adoptées soient bénéfiques pour notre pays dans les années à venir, il faudra les évaluer rigoureusement une fois qu'elles auront été mises en place.

Bibliographie

- Canada. Ministère des Finances (2003). « Stimuler la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux canadiens ». Document disponible à l'adresse Web http://www.fin.gc.ca/tocf/2003/fostering_f.html
- Comité sénatorial permanent des banques et du commerce (1998). *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels* (Le rapport Kirby) (novembre).
- (2003). *Après « La tempête du siècle » : Rétablir la confiance des investisseurs* (juin).

Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA) (2002). « Les comptables agréés du Canada publient un nouveau projet de norme sur l'indépendance du vérificateur », communiqué, 5 septembre.

International Federation of Accountants (IFAC) (2003). *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting: An International Perspective*, Groupe de travail de l'IFAC pour rebâtir la confiance du public à l'égard de la communication de l'information financière.

McFarland, J. (2003). « Everybody Is in a State of Self-Examination », *The Globe and Mail*, p. E1, 1^{er} avril.

McFarland, J., et E. Church (2003). « Board Games: Canada's Definitive Corporate Governance Rankings », *The Globe and Mail*, Report on Business, p. B1, 22 septembre.

7. Ce groupe de travail, créé en septembre 2002, se compose de représentants des commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta, de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, de la Bourse de Montréal et de Services de réglementation du marché inc.

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.

Les paiements de détail : enjeux stratégiques

Sean O'Connor

Le système de paiement des transactions de détail joue un rôle crucial dans l'activité commerciale au Canada. Grosso modo, ce système regroupe de nombreux éléments, dont des instruments de paiement, des technologies de l'information et les processus suivis dans l'échange de fonds entre diverses institutions. Chacune de ces dernières se spécialise dans la prestation de services nécessaires au lancement et au règlement des obligations de paiement. Les paiements de détail sont des obligations découlant, d'une part, d'opérations commerciales et financières de détail entre particuliers et entreprises et, d'autre part, des transferts entre ceux-ci et les administrations publiques.

Tout le monde connaît bien les différents instruments de paiement de détail, tels que les espèces, les chèques et les cartes de crédit. L'infrastructure destinée au traitement de ces instruments et au transfert des fonds correspondants nous est toutefois moins familière, bien que son fonctionnement efficient et fiable constitue l'élément moteur du système de paiement des transactions de détail.

Le présent article met en lumière certains des enjeux stratégiques et des initiatives en train de se dessiner au sein des systèmes de paiement des transactions de détail, notamment sur le plan de l'infrastructure¹. Quelques-uns de ces enjeux sont pris en charge par les organismes des secteurs privé et public, tandis que d'autres ne font que pointer à l'horizon. Pour bien mettre les choses en contexte, il convient d'abord d'effectuer un bref survol de l'organisation du système de paiement des transactions de détail au Canada et des principaux facteurs ayant donné naissance à ces enjeux.

Les systèmes d'infrastructure

Les systèmes d'infrastructure pour les paiements fournissent des services transactionnels et des services de compensation et de règlement à leurs membres participants.

Les systèmes transactionnels utilisent les technologies de l'information et de télécommunication pour transmettre aux institutions financières les instructions de paiement émanant des parties à une transaction. Parmi ces services, mentionnons :

- la vérification de l'identité des parties et de leur solvabilité;
- la validation des instructions de paiement;
- la communication de l'information aux parties et à leurs institutions financières.

Les systèmes de compensation échangent de l'information relative aux paiements entre les institutions financières qui règlent les obligations de paiement de leurs clients. Ils calculent également les demandes et les obligations de règlement de chaque institution (usager des services de compensation). Les services de compensation comprennent notamment :

- le classement et le rapprochement des transactions entre les institutions membres;
- le calcul des positions de règlement des membres;
- la transmission des données aux institutions membres et à la banque de règlement.

Les systèmes de règlement servent au transfert de fonds entre les comptes de dépôt que les usagers des services de compensation tiennent à la banque centrale ou auprès d'un autre dépositaire. Au nombre des services de règlement figurent les suivants :

- la vérification des positions, en vue du transfert de fonds entre les banques, et de la disponibilité des fonds dans le compte de règlement de l'institution qui effectue le paiement;
- le règlement des obligations par l'inscription des transferts de fonds au compte de règlement de l'institution appropriée;
- la confirmation de l'exécution du règlement auprès des titulaires de comptes.

1. Pour une analyse plus approfondie, voir O'Connor (2003).

L'infrastructure du système de paiement des transactions de détail

Le principal système de compensation et de règlement des paiements de détail au Canada est le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui est exploité par l'Association canadienne des paiements (ACP). Les membres de l'ACP sont des institutions financières qui offrent aux particuliers et aux entreprises des comptes, des instruments et des services de paiement. L'ACP compense chaque jour une vaste gamme d'instruments de paiements de détail par l'intermédiaire du SACR. Elle établit multilatéralement, et pour tous les instruments de paiement de détail présentés à la compensation, le solde net à payer ou à recevoir par chacun des participants directs. Ces positions de règlement sont acquittées au moyen de transferts entre les comptes de règlement que les participants directs au SACR tiennent à la Banque du Canada.

Le Canada possède également d'autres systèmes de compensation et de règlement des paiements de détail. Les grands organismes émetteurs de cartes de crédit et certains modèles de paiement Internet possèdent leur propre système de compensation et règlent leurs obligations de paiement par l'entremise de comptes tenus auprès de banques commerciales. La plupart sont associés à un système transactionnel partagé ou commun. Certaines de ces installations partagées sont exploitées par des fournisseurs de services de paiement Internet autres que des banques.

Les systèmes transactionnels les mieux implantés sont les réseaux de guichets automatiques, de cartes de débit, de paiement Internet et de services télébancaires qu'exploitent les grandes institutions financières canadiennes. Les réseaux privés de guichets automatiques et de cartes de débit sont généralement reliés à l'échelle nationale grâce à Interac et forment ainsi le plus grand des réseaux communs. Les paiements effectués au moyen d'Interac sont compensés et réglés par l'entremise du SACR.

L'évolution récente dans le domaine des paiements de détail

Deux facteurs principaux ont présidé aux changements survenus sur le marché des services de paiement de détail ces dernières années :

- les innovations technologiques qui se traduisent par de nouvelles applications en matière de paiement;

- les modifications apportées à la réglementation du secteur financier dans le but de favoriser la concurrence dans les services financiers (dont les services de paiement) et d'augmenter l'efficacité de ces services.

Les effets les plus remarquables de cette évolution sur les paiements de détail sont les suivants :

- le remplacement progressif des chèques par les paiements électroniques. Ce phénomène est particulièrement marqué dans le cas des paiements par carte et tient aux coûts et aux risques relativement bas associés à ces instruments, ainsi qu'à l'instantanéité du paiement;
- la tendance vers l'impartition des services de traitement des paiements et des services transactionnels. Les institutions financières peuvent ainsi tirer parti des réseaux et des systèmes communs et partagés afin de réduire les coûts des services de paiement et d'améliorer la qualité des services;
- la séparation des paiements de gros (de montant élevé) et de détail entre les systèmes de compensation et de règlement. Cette mesure a permis à l'ACP d'amorcer des changements qui rendront le SACR plus économique pour ses participants;
- l'assouplissement des dispositions réglementaires relatives à l'accès aux systèmes d'infrastructure et à la prestation de services sur le marché des services de paiement de détail.

L'émergence de ce nouveau paysage nécessite une actualisation des politiques existantes des pouvoirs publics et du secteur privé concernant le fonctionnement et les services des systèmes d'infrastructure relatifs aux paiements de détail².

Enjeux et initiatives

Les principaux enjeux qui ont commencé à se faire jour par suite de ces changements concernent :

- les dispositions régissant les systèmes et les services d'infrastructure;
- les technologies en matière de paiement et leurs applications;
- l'accès au marché et la concurrence³.

2. Pour une description plus complète des systèmes de paiement des transactions de détail, voir Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (1999 et 2000).

3. D'autres pays sont confrontés à certains de ces enjeux. Voir Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (2003).

Les dispositions régissant les systèmes d'infrastructure

La participation directe au SACR

Deux questions sont à l'étude pour ce qui touche la structure du SACR. La première a trait aux conditions de la participation directe au système. La *Loi canadienne sur les paiements* de 2001 a élargi l'éventail des institutions admissibles pour y inclure les compagnies d'assurance vie, les courtiers en valeurs mobilières et les fonds communs de placement du marché monétaire. La participation directe est toutefois assujettie à différents critères relatifs au volume minimal des paiements compensés par l'intermédiaire du système, à la catégorie d'institutions à laquelle le membre appartient et à l'accès aux facilités de règlement de la Banque du Canada. Les membres de l'ACP se demandent si ces conditions ont encore leur raison d'être, mais certains craignent que leur élimination complète n'entraîne des coûts et des risques importants pour le système.

Dans le cadre de ses facilités de règlement, la Banque du Canada accorde un crédit jusqu'au lendemain aux participants directs au SACR. La Banque redoute d'avoir du mal à couvrir ses risques de crédit au moyen d'une sûreté valide de première priorité dans le cas de quelques-unes des catégories d'institutions autorisées récemment à participer au SACR. Certaines institutions sont soumises, en matière de nantissement et d'insolvabilité, à des restrictions et à des régimes qui pourraient exposer la sûreté de la Banque à des sursis à l'exécution. Par conséquent, la Banque examine des options viables qui permettraient à toutes les catégories d'institutions membres de l'ACP de se prévaloir de ses facilités de règlement. Le fait que le règlement des obligations nettes du SACR s'opère maintenant au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) tombe à point. Grâce à ce mode de règlement, la Banque n'aura plus besoin de consentir de crédit jusqu'au lendemain pour régler les positions dans le SACR. La sûreté valide sur les actifs remis en nantissement à la Banque pour ces paiements dans le STPGV sera protégée contre les sursis à l'exécution en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*⁴.

Le second enjeu est lié à la participation par paliers au SACR. Seuls quelques participants directs au SACR assument la fonction d'agent de compensation auprès des sous-adhérents. Ils se trouvent de facto à exploiter leurs propres systèmes de com-

pensation et de règlement (appelés quasi-systèmes) au sein du SACR. Il existe une certaine concentration du risque de non-règlement dans ces quasi-systèmes, mais les mécanismes dont ils sont dotés pour gérer ce risque ne sont pas transparents. La défaillance inopportune de l'un des principaux agents de compensation, ou d'un sous-adhérent important, pourrait perturber les opérations de règlement du SACR et se répercuter sur les participants et leurs clients.

L'ACP, la Banque du Canada et le ministère des Finances ont mis sur pied un groupe d'étude mixte qui examinera ces enjeux et rendra compte de ses conclusions d'ici l'an prochain.

Les paiements de détail et le STPGV

Bien que le STPGV traite la majorité des paiements de montant élevé compensés par l'intermédiaire de l'ACP, certains gros paiements de détail sont encore compensés et réglés au moyen du SACR. Même s'il est très peu probable que ces paiements créent un risque systémique au sein du SACR, chacun d'eux est exposé à un risque de non-règlement qui est absent du STPGV. Récemment, l'ACP a instauré un plafond de 25 millions de dollars pour les chèques admissibles à la compensation et au règlement dans le SACR. Cette initiative devrait entraîner une diminution du risque financier que courent les participants à ce système et leurs clients.

Il a été proposé d'appliquer le même plafond aux paiements électroniques compensés et réglés par l'entremise du SACR. La question est de savoir si la réduction du risque serait financièrement avantageuse pour les participants et leurs clients.

Les systèmes de règlement des paiements de détail transfrontières

Comme on s'attend à ce que le volume et la valeur des paiements de détail transfrontières continuent de croître, l'élaboration de systèmes de compensation centralisés servant à traiter plus particulièrement ce type de paiements est à nouveau à l'étude dans certains pays. Les propositions et les programmes antérieurs en matière de systèmes transfrontières multilatéraux ont fait long feu à cause du faible potentiel de rentabilité, eu égard à la valeur et au volume relativement bas des paiements, ainsi qu'en raison des investissements déjà engagés dans des accords bilatéraux de correspondance bancaire décentralisés, qui sont aujourd'hui bien rodés. Il existe toutefois encore certains petits systèmes multilatéraux. On a aussi lancé dernièrement une initiative ayant pour objet la mise au point d'un nouveau système multilatéral de compensation des paiements de détail transfrontières

4. L'article de Tuer (2003) renferme une description détaillée du processus de règlement.

au sein de l'eurosystème. Un projet visant à le relier à des systèmes autres que l'eurosystème pour la compensation des paiements multidevises pourrait encourager les institutions financières canadiennes à reconsidérer leur participation.

Les nouvelles technologies de paiement

La réduction du coût des communications Internet a accru les incitations d'ordre commercial à opérer des transactions à distance et à effectuer des paiements au moyen de systèmes à réseau ouvert et à utilisateurs multiples, tels que le Web. Les deux principaux problèmes à cet égard concernent la sécurité de l'information relative au paiement et l'authentification de l'identité des parties à la transaction. Les entités publiques et privées, comme les grandes sociétés émettrices de cartes de crédit, l'ACP et Industrie Canada, font œuvre de pionnier dans l'élaboration de technologies d'information et de stockage électronique sécurisées pour résoudre ces problèmes. En outre, des dispositions législatives visant à protéger la confidentialité des données et à valider les documents et les signatures électroniques ont récemment été adoptées.

La multiplication de ces initiatives technologiques et juridiques implique la résolution des questions commerciales connexes, notamment en ce qui concerne l'interopérabilité des équipements, les logiciels et les normes de fonctionnement pour l'infrastructure des modèles de paiement Internet rivaux. Se pose également la question de leur compatibilité avec les services complémentaires tels que les services de paiement, de compensation et de règlement.

Les fondements juridiques des nouvelles applications en matière de paiements électroniques soulèvent par ailleurs certaines questions. Au premier rang d'entre elles vient la limitation de la circulation des chèques. Les chèques de papier seraient numérisés à l'institution qui les reçoit de sorte qu'il ne serait plus nécessaire de les transférer à l'institution qui les règle. En conséquence, les coûts de compensation et de règlement diminueraient. Les technologies sont maintenant bien au point et disponibles, l'ACP prépare actuellement des procédures et des normes applicables aux chèques numérisés, et le ministère des Finances a entamé un examen des exigences d'ordre législatif.

L'accès au marché et la concurrence

Un grand nombre des modifications législatives et des mesures réglementaires adoptées récemment avaient pour objet de stimuler la concurrence et d'accroître l'efficacité sur le marché des services de

paiement de détail. Les pressions qui s'exercent pour que l'accès aux systèmes d'infrastructure soit encore plus ouvert amènent à s'interroger sur les écarts dans les réglementations auxquelles sont assujettis des systèmes similaires et sur les conditions de la participation à distance aux systèmes nationaux.

Si les opérateurs et certains systèmes d'infrastructure, comme l'ACP et Interac, sont régis de différentes façons, nombre de nouveaux mécanismes de paiement par Internet et de systèmes de règlement des paiements par cartes de crédit ne font l'objet d'aucune réglementation au Canada. Par conséquent, le problème se pose quant à la capacité des entités réglementées et non réglementées de s'affronter à armes égales sur un même marché de services. Il y a aussi la question de savoir quels objectifs et critères conviennent à la réglementation des systèmes de paiements de détail.

En raison des préoccupations d'ordre juridique et réglementaire que suscitent les conflits d'autorité juridique et réglementaire entre États souverains, la participation à distance — l'accès aux systèmes d'infrastructure nationaux par des institutions situées à l'extérieur du pays — est interdite. Cependant, les institutions financières au Canada acquièrent déjà certains services transactionnels et de compensation pour des paiements par cartes auprès d'organismes se trouvant à l'étranger. De plus, les nouveaux services bancaires par Internet offrent une plate-forme grâce à laquelle les institutions d'outre-frontières pourraient fournir des comptes, des instruments et des services de paiement de détail aux résidents du Canada. Une fois les questions de nature juridique et réglementaire réglées, la participation à distance aux systèmes d'infrastructure de paiement des transactions de détail pourrait avoir de meilleures chances de se concrétiser.

Conclusions

Si l'on veut réduire les coûts liés aux transactions commerciales et financières de détail et éviter des perturbations coûteuses, on doit veiller au fonctionnement efficient et fiable des systèmes de paiement des transactions de détail. Des innovations et des modifications aux politiques sont en cours dans ce dessein, mais elles soulèvent un certain nombre de questions stratégiques à la fois pour les pouvoirs publics et le secteur privé. Des initiatives ont déjà été mises en branle pour résoudre certains des enjeux importants décrits ci-dessus, et des organismes des secteurs privé et public commencent à en envisager d'autres. Toutes les entités participant au système de paiement des

transactions de détail partagent le même objectif : trouver l'équilibre approprié entre le besoin d'efficacité, les mécanismes de maîtrise du risque nécessaires et les intérêts des consommateurs, afin d'appuyer au mieux l'évolution du système.

Bibliographie

- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (1999). *Retail Payments in Selected Countries: A Comparative Study*, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (septembre).
- (2000). *Clearing and Settlement Arrangements for Retail Payments in Selected Countries*, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (septembre).
- (2003). *Policy Issues for Central Banks in Retail Payments*, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (mars).
- O'Connor, S. (2003). « Les paiements de détail : éléments nouveaux, enjeux et initiatives », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 23-40.
- Tuer, E. (2003). « Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 41-45.