

# Rapports



## Introduction

**L**a section Rapports permet d'approfondir des questions intéressant les diverses composantes du système financier (institutions, marchés et systèmes de compensation et de règlement).

La Banque du Canada organise régulièrement des colloques et des ateliers. Deux activités récentes de ce type, qui portaient sur l'évolution et la réglementation du système financier, sont résumées dans les deux premiers textes de la présente section. Le troisième rapport analyse les implications, du point de vue du système financier national, de la situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées offerts au Canada. Les auteurs du dernier texte passent en revue certaines études consacrées à la structure organisationnelle de la réglementation des marchés financiers dans l'optique d'enrichir le débat engagé au pays sur la question de la réglementation des valeurs mobilières.

L'interconnexion et la mondialisation croissantes des marchés financiers et de leurs infrastructures ont amené de nombreuses institutions financières à diversifier leurs activités, ce qui a eu pour effet de modifier leur profil risque-rendement. Ces changements ont également mis en lumière la nécessité de comprendre comment le cadre réglementaire — qui est constitué des règles et des mesures incitatives dont les organismes de réglementation, les institutions financières et les autres agents économiques tiennent compte dans leurs décisions — peut le mieux favoriser la stabilité macrofinancière. Le rapport ayant pour titre *Points saillants et leçons tirées du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques »* explore trois grands enjeux liés au système financier, à savoir la contagion financière, les conséquences de la diversification des activités bancaires et la réglementation du secteur financier.

Les innovations technologiques, notamment celles qui concernent le mode de négociation des valeurs mobilières, sont un agent important de transformation des marchés financiers. Elles ouvrent certes la possibilité de renforcer la liquidité et l'efficacité de ces marchés, mais elles posent

un défi aux organismes de réglementation, qui souhaitent faire profiter les marchés des bienfaits qu'offrent ces innovations tout en favorisant l'intégrité de ceux-ci, la concurrence et l'innovation. Le texte intitulé *Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe* récapitule les points de vue des participants sur l'évolution de ces marchés et sur l'orientation à donner à la réglementation en matière de diffusion de l'information relative aux transactions.

Le secteur des sociétés non financières peut avoir une grande incidence sur le système financier. L'auteur du rapport *La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes* analyse comment l'évolution du cours des actions et du rendement des titres à revenu fixe a fortement affaibli la situation de capitalisation de certains de ces régimes de retraite. Il discute également de la tendance des déficits de capitalisation des régimes à prestations déterminées et en évalue les retombées pour les sociétés en cause et la stabilité financière du pays.

Le secteur canadien des services financiers a connu des mutations rapides sous l'effet des innovations technologiques et financières, de l'intensification des mouvements de capitaux à l'échelle internationale et régionale et de la mise en place de nouveaux modes de financement. Aussi les membres du secteur réclament-ils une réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières. Les auteurs du texte intitulé *La structure de la réglementation des marchés financiers : survol de la littérature* font un compte rendu de certaines études universitaires sur le sujet dans la perspective d'enrichir le débat qui a cours actuellement à propos de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Les enjeux liés à l'autorégulation sont également analysés.



# Points saillants et leçons tirées du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques »

*Pierre St-Amant et Carolyn Wilkins*

**L**a Banque du Canada a tenu son 12<sup>e</sup> colloque économique annuel à Ottawa les 4 et 5 décembre 2003. Des représentants de divers organismes des secteurs public et privé se sont joints au personnel de l'institution pour discuter de trois grandes questions touchant le système financier : la contagion financière, les conséquences de la diversification des activités bancaires et la réglementation du secteur financier. Le présent article expose les points saillants du colloque et propose des pistes de recherche pour l'avenir<sup>1</sup>.

## Contagion financière

La Banque du Canada s'emploie à promouvoir le maintien d'un système financier solide et stable, dans lequel les problèmes qu'éprouve une composante n'induisent pas d'instabilité ailleurs. En raison de l'interconnexion et de la mondialisation croissantes des marchés financiers et de leurs infrastructures, il est important de comprendre comment les crises financières se propagent entre les institutions, les secteurs d'activité et les pays, afin que les décideurs publics soient mieux en mesure de lutter contre la contagion.

Trois des études présentées au colloque portent précisément sur le phénomène de la contagion financière. **Santor** s'intéresse au degré d'internationalisation des banques canadiennes ainsi qu'à la façon dont elles rajustent leurs portefeuilles d'actifs étrangers lorsqu'une crise éclate. À partir de données de panel individuelles couvrant les années 1984 à 2003, l'auteur conclut que les banques canadiennes ont été très actives à l'extérieur du pays tout au long de cette période, mais que la

composition de leurs créances sur l'étranger s'est modifiée. Il constate notamment qu'elles ont délaissé les dépôts et les prêts au profit des titres. L'auteur observe qu'en situation de crise, les banques ne rajustent pas immédiatement leurs portefeuilles de titres étrangers. De plus, lorsqu'une crise bancaire frappe un autre pays, elles ne semblent pas remettre en question leurs liens d'affaires avec les pays dont le profil se rapproche de celui du pays touché.

**Gobert et coll.** étudient le marché des prêts sous l'angle du choix de leur mécanisme d'attribution (centralisé ou non). Les auteurs modélisent un marché concurrentiel sur lequel les entreprises s'accordent mutuellement des prêts, et y repèrent une source d'inefficience qui pourrait fragiliser le système financier. Par exemple, un choc de liquidité peut comporter un élément persistant susceptible d'entraîner des faillites inefficaces parmi les entreprises. Dans ce modèle, les autorités peuvent contribuer à éliminer un tel équilibre inefficace en veillant à ce qu'il y ait suffisamment de liquidités au sein du système. De l'avis général des participants, les modèles théoriques de ce type représentent un bon point de départ, mais ils sont trop stylisés pour avoir des applications concrètes et directes.

**Gropp et Vesala** poussent la recherche plus loin en déterminant, à l'aide d'indicateurs fondés sur le marché, la probabilité de propagation de difficultés financières entre banques européennes. Leurs résultats corroborent l'existence d'une contagion tant intrafrontalière qu'extrafrontalière, qui semble généralement découler d'une concentration particulièrement élevée du risque interbancaire. Le modèle empirique élaboré par les auteurs indique aussi que les grandes banques sont à la fois les principales sources et les principales victimes de la contagion entre pays. La commentatrice de l'étude souligne que la forme réduite du modèle complique l'interprétation des résultats et limite leur portée. L'étude n'en demeure pas moins une base utile pour d'autres recherches sur le sujet.

1. Un compte rendu plus détaillé du colloque sera présenté dans le numéro de l'automne 2004 de la *Revue de la Banque du Canada*. Les études et les commentaires connexes peuvent être consultés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <[www.banqueducanada.ca/fr/conference\\_economique2003/papers.htm](http://www.banqueducanada.ca/fr/conference_economique2003/papers.htm)>. Les actes du colloque seront publiés en 2004.

## Diversification des activités bancaires

Le système financier est le canal par lequel les mesures de politique monétaire adoptées par les banques centrales transmettent leurs effets à l'économie réelle. Il est donc très important de bien comprendre ce qu'implique l'évolution des activités des institutions financières et de leurs stratégies de tarification et de diversification des risques. Deux des études présentées au colloque permettent de mieux cerner les liens entre le comportement des institutions financières et leur profil risque-rendement. Elles donnent à penser que la diversification, encouragée jusqu'à un certain point par les modifications apportées au cadre réglementaire, ne conduit pas toujours à un meilleur arbitrage entre le risque et le rendement.

**Stiroh**, tout d'abord, évalue l'incidence qu'a eue l'élargissement de la gamme de services des sociétés de portefeuille bancaires américaines sur leurs bénéfices corrigés du risque. De nombreux facteurs sont à l'origine de cette diversification, dont la loi Gramm-Leach-Bliley de 1999, qui autorise explicitement ces sociétés ainsi que leurs filiales à offrir une foule de nouveaux services, comme le courtage, les conseils en placement et la prise ferme de titres. D'après Stiroh, différents indices donnent à penser que la diversification peut contribuer à hausser le niveau des bénéfices corrigés du risque, mais cette augmentation serait contrebalancée par le poids accru des activités dont la rentabilité est volatile.

Dans une étude connexe, **D'Souza et Lai** examinent comment la diversification régionale et sectorielle des portefeuilles de même que la variété accrue des activités et des sources de financement influent sur l'efficacité des banques canadiennes. Après avoir mesuré cette dernière en se fondant sur la théorie du portefeuille, les auteurs concluent que la diversification des activités et des sources de financement a un effet positif; la diversification régionale, un effet négatif; et la diversification sectorielle, un effet neutre. Le commentateur de l'étude souligne les avantages de la méthodologie employée par les auteurs, celle-ci tenant explicitement compte de l'arbitrage entre le risque et le rendement que doivent opérer les banques et, partant, du bien-être général des banques et des déposants. Le commentateur ajoute néanmoins que certaines hypothèses paraissent simplistes et auraient avantage à être affinées dans des recherches subséquentes. Par exemple, le modèle ne saisit pas expressément les éléments de friction relatifs à l'acquisition d'information ni les composantes du rendement des banques (comme le rationnement du crédit ou le recours aux garanties)

qui ne sont pas captées par les données des marchés sur les prix et les rendements.

Ces deux études font ressortir l'importance d'intégrer formellement l'arbitrage entre le risque et le rendement aux mesures servant à étudier les effets de la diversification. S'il s'avère que cette dernière n'entraîne pas toujours une hausse des rendements corrigés du risque, il y a lieu de se demander pourquoi les banques ne se tournent pas vers des activités plus lucratives. Au cours de la discussion qui a suivi la présentation de ces études, les participants ont relevé maintes lacunes dans les données utilisées (p. ex. la courte durée des périodes d'observation, la combinaison des valeurs comptables et marchandes, l'omission de certaines activités comme les opérations hors bilan), soulignant ainsi les écueils que comporte ce type d'analyse.

## Réglementation du secteur financier

La Banque du Canada s'intéresse vivement à la manière dont le cadre réglementaire (à savoir les règlements eux-mêmes, les activités de surveillance et les règles de gouvernance des organismes de réglementation) peut le mieux contribuer à la stabilité macrofinancière. Ce cadre est constitué des règles et des mesures incitatives dont les organismes de réglementation, les institutions financières et les autres agents économiques tiennent compte dans leurs décisions. Une économie vigoureuse suppose la mise en place d'incitations appropriées et évolutives. Plusieurs aspects de cette question ont été examinés au cours du colloque, dont les rapports entre la gouvernance et la solidité du secteur financier, les fondements théoriques des normes relatives aux fonds propres des banques et les conséquences de l'application de ces normes sur la transmission de la politique monétaire.

**Das et coll.**, tout d'abord, se penchent sur la relation entre la rigueur de la gouvernance des organismes de réglementation et la santé du secteur bancaire. Après avoir élaboré des indices de ces deux facteurs et de la qualité de la gouvernance du secteur public pour un grand nombre de pays, ils vérifient si ces indices sont révélateurs de la résistance du secteur bancaire aux chocs. Les résultats des régressions montrent qu'une bonne gouvernance des organismes de réglementation a des retombées favorables et statistiquement significatives sur la robustesse du secteur bancaire et que les conditions macroéconomiques, la qualité des institutions politiques ainsi que la gouvernance du secteur public comptent également. La principale leçon que les autorités peuvent tirer de cette étude est qu'une gouvernance stricte des organismes

de réglementation renforce le système financier national. Les auteurs proposent que leurs tests soient étendus à l'ensemble du système financier dans des recherches ultérieures.

**Dionne**, pour sa part, s'interroge sur la structure de réglementation optimale du secteur bancaire à la lumière d'une revue approfondie de la littérature sur le sujet. Selon l'auteur, le rôle vital des banques comme principaux fournisseurs de liquidités peut justifier, en principe, que l'on cherche à écarter la menace de retraits massifs. Il voit dans l'assurance-dépôts une forme de réglementation susceptible d'atténuer ce risque, mais que les autorités nationales doivent continuer d'améliorer en modulant davantage la tarification selon le risque associé à chaque banque membre. Les autorités devraient aussi évaluer la possibilité d'utiliser d'autres outils de réglementation, comme les créances subordonnées, et chercher à améliorer la gouvernance des banques. Enfin, Dionne constate que l'imposition de normes en matière de fonds propres ne réduit guère les risques bancaires et peut même causer des distorsions coûteuses.

**Gale** exprime des réserves semblables à propos des exigences relatives aux fonds propres. Il construit un modèle simple d'une économie dont le secteur financier est dominé par les banques. Sa principale conclusion est que l'imposition de contraintes relatives au capital n'améliore pas le bien-être général, puisque les forces du marché amènent les banques à choisir d'elles-mêmes le niveau optimal des fonds propres en situation d'équilibre. Même en étendant le modèle de base aux situations où l'allocation des ressources dictée par le marché n'est pas nécessairement optimale, l'établissement d'un niveau minimal de fonds propres ne semble pas accroître le niveau de bien-être. Malgré l'importance des questions soulevées par l'auteur, la simplicité du modèle proposé risque de limiter les possibilités d'application concrète des résultats.

En théorie, les modifications apportées aux normes de suffisance du capital peuvent se répercuter sur la tarification bancaire des risques ainsi que sur les propriétés cycliques du capital bancaire.

**Van den Heuvel** cherche à déterminer comment les exigences de fonds propres influent sur le rôle des prêts bancaires dans la transmission de la politique monétaire. Pour ce faire, il élabore un modèle dynamique de gestion de l'actif et du passif bancaires qui intègre des normes d'adéquation du capital fondées sur le risque. Il ressort de ce modèle que l'incidence de la politique monétaire sur les prêts

bancaires dépend du niveau des fonds propres du secteur et que les variations des bénéfices des banques peuvent avoir des effets persistants sur les prêts. Même lorsque la réglementation concernant les fonds propres n'a pas force exécutoire, le niveau de ceux-ci influe sur celui des prêts. Étant donné les nouvelles normes prévues par l'accord de Bâle II et leurs éventuelles incidences sur l'évolution des fonds propres des banques, il est très important de poursuivre la recherche sur les interactions entre la politique monétaire et les normes relatives au capital bancaire.

**Chant**, enfin, s'intéresse à la gouvernance des banques canadiennes et analyse si le chevauchement de leurs conseils d'administration et de ceux de sociétés non financières peut agir sur la composition et la rentabilité des prêts qu'elles accordent. L'examen préliminaire que fait l'auteur des données canadiennes sur les prêts bancaires, les cotes de crédit et les liens interconseils le conduit à quatre grandes conclusions : i) les banques du pays sont plus enclines à prêter aux entreprises avec lesquelles elles ont des liens interconseils qu'à celles qui sont liées à d'autres banques; ii) cette tendance est plus marquée lorsque le chevauchement porte sur la haute direction plutôt que sur le conseil d'administration; iii) d'après certains indices, les entreprises qui empruntent auprès de banques avec lesquelles elles ont des liens au niveau de la haute direction sont plus susceptibles de subir une décote que les entreprises emprunteuses en général; et iv) rien n'indique que les cotes de crédit des entreprises liées à leur banque par l'entremise des conseils d'administration évoluent différemment de celles des autres emprunteurs. L'auteur souligne que la robustesse de ces résultats reste à vérifier, surtout compte tenu de la brièveté de la période d'observation. Des recherches subséquentes pourraient aussi porter sur les causes possibles de ces résultats, entre autres les avantages que les liens interentreprises pourraient conférer aux banques concernées sur le plan de l'information.

## Conclusions

Les études présentées au colloque mettent en lumière l'importante interaction qui existe entre la qualité de la gouvernance du secteur financier et l'activité financière et économique. Elles montrent hors de tout doute le rôle crucial que joue la gouvernance des organismes de réglementation dans le bon fonctionnement du système financier et indiquent que l'imposition de normes de suffisance du capital bancaire peut être lourde de conséquences

pour les choix de portefeuille des banques et le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Comme les participants l'ont noté, le colloque a davantage fait ressortir des pistes de recherche intéressantes qu'il n'a fourni de recommandations claires aux décideurs publics. Dionne et Gale ont notamment souligné la nécessité d'approfondir la recherche sur la définition des normes relatives aux fonds propres des banques et leurs effets. D'autres travaux s'imposent également pour bien comprendre le mode de propagation des chocs dans le système financier.

Ces recherches futures devront être orientées vers l'élaboration de modèles théoriques et empiriques proches de la réalité et susceptibles de guider les décideurs publics.

### Ouvrages et articles cités

- Chant, J. F. (à paraître). « Corporate Linkages and Bank Lending in Canada: Some First Results », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Das, U. S., M. Quintyn et K. Chenard (à paraître). « Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Dionne, G. (à paraître). « The Foundations of Risk Regulation for Banks: A Review of the Literature », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- D'Souza, C., et A. Lai (à paraître). « Does Diversification Improve Bank Efficiency? », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Gale, D. (à paraître). « Notes on Optimal Capital Regulation », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Gobert, K., P. González, A. Lai et M. Poitevin (à paraître). « Endogenous Value and Financial Fragility », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Gropp, R., et J. Vesala (à paraître). « Measuring Bank Contagion Using Market Data », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Santor, E. (à paraître). « Banking Crises, Contagion and Foreign Asset Exposures of Canadian Banks », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Stiroh, K. J. (à paraître). « Revenue Shifts and Performance of U.S. Bank Holding Companies », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.
- Van den Heuvel, S. J. (à paraître). « Does Bank Capital Matter for the Transmission of Monetary Policy? », étude des actes du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques », tenu à la Banque du Canada en décembre 2003.



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

Lorie Zorn

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

## Contexte général

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

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

## Thèmes de l'atelier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Évolution versus révolution

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

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

Au chapitre de la réglementation des valeurs mobilières, les changements issus de vastes consultations auprès des acteurs du marché et implantés graduellement ont apparemment été couronnés de succès. Ainsi, le programme américain TRACE<sup>1</sup>, qui a été mis en œuvre en trois étapes échelonnées sur deux ans, aurait eu pour effet d'élever la qualité du marché, selon l'évaluation préliminaire qu'en ont faite les organismes de réglementation et les opérateurs.

### Droits de propriété sur l'information

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

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

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

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

### Liquidité, transparence et structure du marché

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

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

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

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

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

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

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

### **La clientèle des particuliers**

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

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

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

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

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

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

### Meilleure exécution

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

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

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

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

courtiers et aux organismes de réglementation eux-mêmes.

### Leçons tirées de l'expérience d'autres pays

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

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

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

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

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

## Rôle de la réglementation des marchés financiers

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

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

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

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

## Enseignements dégagés de l'atelier

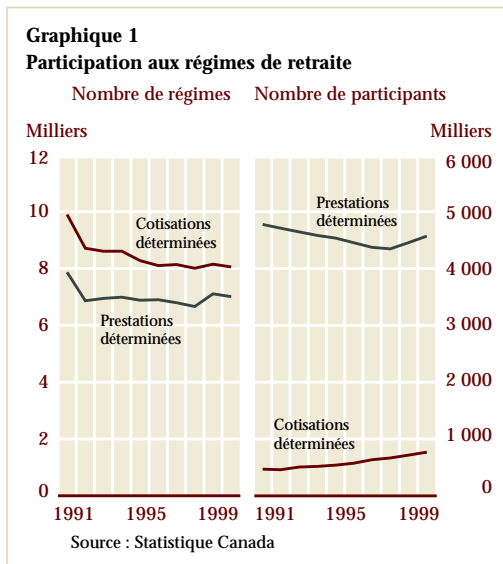
Si l'on en croit l'expérience des organismes de réglementation étrangers et les résultats des recherches limitées consacrées au sujet — corroborés du reste par les investisseurs institutionnels eux-mêmes —, un accroissement de la transparence est souhaitable. Qui plus est, le marché s'adaptera à une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

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

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

# La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes

Jim Armstrong



Depuis quelques années, la situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées, au Canada et dans d'autres pays industrialisés, s'est sensiblement détériorée, l'actif aussi bien que le passif de ces régimes ayant souffert de l'évolution des marchés financiers. Or, tout engagement de retraite non capitalisé peut avoir des incidences négatives sur la situation financière du promoteur du régime, en entraînant une ponction sur sa trésorerie et une réduction de sa valeur nette. Dans le pire des cas, cela pourrait avoir des répercussions sur la stabilité financière.

Un régime de retraite à *prestations déterminées* offre aux participants un revenu de retraite prédéterminé qui est fonction de variables comme le salaire de l'employé et le nombre de ses années de participation au régime. Le promoteur assume généralement une grande partie du risque lié au service des prestations de retraite. En revanche, dans le cas d'un régime à *cotisations déterminées*, les cotisations de l'employeur et de l'employé sont établies à l'avance (elles correspondent souvent à un pourcentage fixe du salaire de l'employé) et le risque lié à l'obtention d'un revenu de retraite donné incombe habituellement à l'employé. Au Canada, les régimes à cotisations déterminées sont les régimes les plus nombreux, mais les régimes à prestations déterminées regroupent un nombre plus élevé de participants, car ils comptent parmi eux les plus grandes caisses de retraite au pays (Graphique 1).

## Contexte

C'est la faiblesse des marchés boursiers entre 2000 et la fin de 2002 qui a d'abord soulevé des inquiétudes au sujet de la détérioration de la situation financière des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises. En effet, les actions constituent généralement entre 50 et 60 % de l'actif des grandes caisses de retraite canadiennes, proportion qui a eu tendance à augmenter ces

dernières années<sup>1</sup>. En outre, la baisse des taux d'intérêt à long terme a affaibli la capitalisation des régimes, en augmentant les estimations du passif actuariel, lequel reflète principalement la valeur présente des prestations de retraite futures<sup>2</sup>. Le Graphique 2 illustre la tendance des marchés boursiers et le rendement des obligations à long terme au Canada pendant la période indiquée.

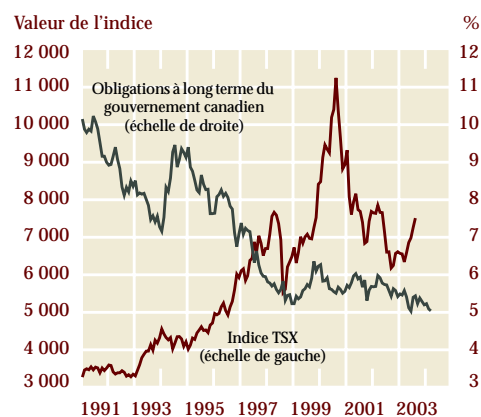
Le problème de capitalisation a été aggravé par le fait que de nombreux promoteurs de régime se sont accordé des périodes de suspension des cotisations vers la fin des années 1990, lorsque la vigueur des marchés boursiers a rendu leurs régimes excédentaires. Ces suspensions découlaient, dans une certaine mesure, d'un choix des promoteurs, mais aussi de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui prévoit un plafond aux surplus que peuvent détenir les régimes<sup>3</sup>.

D'après les tendances démographiques et celles du marché de l'emploi, d'ici cinq à dix ans, certaines entreprises compteront un retraité pour chaque employé actif. Le passif des régimes connaît donc une croissance sous-jacente continue, qui pourrait être en train de s'accélérer. Quand la valeur de l'actif cesse de croître et même fléchit, comme ce fut le cas pendant le dernier marché baissier, d'importants déficits de capitalisation peuvent se creuser rapidement. L'augmentation du passif actuariel due au recul des taux d'intérêt vient empirer la situation.

## Les règles de capitalisation et les promoteurs de régimes

Au Canada, les caisses de retraite sont régies par les autorités fédérales ou provinciales, selon que

**Graphique 2**  
Variables clés touchant le déficit des régimes de retraite au Canada



1. Cette augmentation tient à la conviction qu'à long terme, les placements boursiers rapportent de 2 à 3 % de plus que les obligations. Toutefois, les actions peuvent entraîner un risque considérable, sur le plan de la volatilité des rendements, car on ne peut les apparier aux éléments de passif du régime, dont l'évolution suit plutôt celle des taux d'intérêt.
2. Les rendements obligataires inférieurs devraient favoriser les portefeuilles d'obligations (qui constituent généralement environ 40 % de l'actif des régimes), mais ils nuisent à la valeur actualisée du passif, qui représente 100 % du bilan. Par conséquent, l'effet est en définitive très nuisible. Ce problème est aggravé du fait que la durée des obligations en portefeuille est souvent inférieure à celle des éléments du passif.
3. Conformément à l'article 147.2 de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, les cotisations de l'employeur à un régime de retraite enregistré doivent prendre fin une fois atteint le surplus maximum permis, soit le moindre des montants suivants : 20 % du passif et le plus élevé entre 10 % du passif et le double du montant estimatif de cotisations pour services courants.



les employés travaillent dans un domaine relevant de l'un ou de l'autre échelon de gouvernement. Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) surveille les régimes des entreprises de compétence fédérale (secteurs des banques, du transport et des communications), ainsi que ceux des sociétés d'État visées par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*. Par ailleurs, chaque province possède ses propres lois et règlements en la matière, qui sont cependant assez semblables d'une province à l'autre<sup>4</sup>.

Au moins une fois tous les trois ans, les caisses de retraite canadiennes doivent soumettre à leur organisme de réglementation (fédéral ou provincial) un rapport d'évaluation actuarielle comportant une *évaluation sur une base de permanence* et une *évaluation de sa solvabilité*. L'évaluation sur une base de permanence peut reposer sur la valeur marchande de l'actif du régime ou sur sa valeur à long terme, cette dernière étant calculée selon une méthode de lissage ou un processus de modélisation; le passif correspond à la valeur actualisée des versements de rente prévus, incorporant l'incidence de variables comme les hausses de salaire. Tout déficit (situation où le passif est supérieur à l'actif) dégagé selon cette méthode doit être comblé par l'employeur sur une période d'au plus 15 ans.

Pour l'évaluation de la solvabilité, on présume que le régime est liquidé sur-le-champ. Suivant cette méthode, la valeur marchande ou la juste valeur sont assimilées à l'actif du régime, et la valeur liquidative, au passif du régime<sup>5</sup>. Si un déficit apparaît, il doit être corrigé sur une période d'au plus cinq ans.

Dans le contexte actuel, bon nombre de régimes accusent un déficit selon cette dernière méthode. Si un rapport d'évaluation révèle un tel déficit, l'organisme de réglementation exige normalement du promoteur qu'il avance des fonds en suffisance pour couvrir les prestations au titre des services rendus au cours de l'exercice et, parallèle-

ment, pour combler le déficit dans les cinq années prescrites.

L'existence de déficits, plus particulièrement au chapitre de la *solvabilité*, et la nécessité de hausser les cotisations peuvent causer des problèmes financiers aux promoteurs. L'ampleur de tels problèmes dépend de l'importance des versements à effectuer relativement à la taille de l'entreprise, ainsi que de sa situation financière. Les engagements contractés au titre d'un régime de retraite, même s'ils sont « hors bilan », ont un caractère légal; ils pourraient ultimement entraîner la faillite de l'entreprise si celle-ci ne peut verser les cotisations exigées par l'organisme de réglementation. C'est pourquoi un fonds de pension déficitaire représente une menace potentielle pour les bénéficiaires et la valeur nette d'une société<sup>6</sup>.

## Les tendances récentes dans la capitalisation des régimes

Bon nombre des plus grandes entreprises canadiennes cotées en bourse offrent à leurs employés des régimes de retraite à prestations déterminées<sup>7</sup>. Pris ensemble, ces régimes sont lourdement déficitaires depuis 2000 (Tableau 1). Par exemple, la Financière Banque Nationale a estimé que 79 des sociétés qui composent les indices de forte et de moyenne capitalisation du TSX et qui offrent des régimes à prestations déterminées ont vu ces régimes passer d'un *excédent* global de 18 milliards de dollars à la fin de 2000 à un *déficit* global de 20 milliards à la fin de 2002 (Financière Banque Nationale, 2003)<sup>8</sup>. Le coefficient de capitalisation, soit le rapport entre l'actif et le passif de ces régimes, est tombé de 114 % à 86 %, une chute de 28 %<sup>9</sup>.

4. Un bon nombre des régimes les plus importants sont agréés en Ontario. La Commission des services financiers de l'Ontario (CSFO) supervise les régimes agréés en Ontario par l'entremise de sa Direction des régimes de retraite. L'actif qu'il lui incombe de surveiller totalise environ 47 % de l'actif de l'ensemble des régimes au pays et appartient à 35 % des participants canadiens.

5. Puisque, d'après cette méthode, on suppose que le régime est liquidé, le passif de solvabilité est obtenu en déterminant ce qu'il en coûterait pour assurer autrement le versement des prestations promises — par exemple au moyen d'un contrat de rente acheté par le régime —, le jour de l'évaluation.

6. En 2003, la société General Motors des États-Unis a procédé à une émission d'obligations d'une valeur de 18 milliards de dollars É.-U. uniquement afin de couvrir le déficit de capitalisation de ses fonds de pension.

7. Il est vrai que certaines entreprises ont converti leur régime à prestations déterminées en régime à cotisations déterminées, mais leur nombre a été limité au Canada. On voit plutôt de plus en plus d'employeurs offrir à leurs employés une option de cotisations déterminées, qu'ils imposent toutefois aux nouveaux arrivants. Les grandes entreprises ont souvent plusieurs régimes de retraite régis par différentes autorités législatives.

8. D'autres études menées par UBS Warburg et la UWO Ivey School of Business parviennent à des résultats semblables pour la fin de 2002, à partir d'échantillons d'enquête légèrement différents.

9. On notera que ces données reposent sur les PCGR canadiens utilisés pour calculer le déficit des régimes, par opposition aux mesures réglementaires de capitalisation utilisées dans le reste du présent article.

Une étude plus récente portant sur un échantillon différent, qui regroupe 68 régimes à prestations déterminées importants (des secteurs public et privé), et dont la durée a été un peu plus longue, soit de 1999 à 2002, montre que le ratio de capitalisation de ces fonds de pension s'est détérioré d'environ 30 % (Ambachtsheer, 2004).

Il peut s'avérer difficile de surveiller l'évolution des taux de capitalisation car la plupart des sociétés cotées en bourse ne font état qu'une fois par année, en fin d'exercice, de la situation de leurs régimes de retraite. On peut cependant tirer des renseignements plus actuels d'indices « synthétiques », qui présentent chaque mois un modèle de l'effet cumulatif de la fluctuation des marchés sur le taux de capitalisation du régime de retraite à prestations déterminées « moyen » offert par une entreprise canadienne. Il ressort de ces indices que ce taux s'est à peine amélioré en 2003 malgré l'essor des marchés boursiers l'année dernière<sup>10</sup>. Cela tiendrait au fait que les éléments de passif ont crû presque au même rythme que l'actif, en partie à cause de repli des taux d'intérêt. Le Graphique 3 montre les composantes du baromètre de retraite Watson Wyatt, qui regroupe les indices de passif, d'actif et de taux de capitalisation (formant ainsi un ratio de l'actif au passif) du régime de retraite moyen pour les dix dernières années. Suivant ce baromètre, un régime financé à 60 % par des actions et à 40 % par des titres à revenu fixe aurait vu son actif augmenter de 14,5 % en 2003. Or, ces gains ont été largement contrebalancés par la hausse de 12,5 % du passif, dont environ 7,1 points de pourcentage sont le fait d'une croissance normale. Les 5,4 autres points sont attribuables au fléchissement de 36 points de base du taux d'actualisation cette année, associé au rendement à long terme des obligations canadiennes. Le taux de capitalisation a donc enregistré une modeste hausse de 2 % en 2003<sup>11</sup>.

## La répartition des déficits de capitalisation

L'examen de la situation d'un régime de retraite moyen ou représentatif est d'une utilité limitée. Pour évaluer avec plus d'exactitude les répercus-

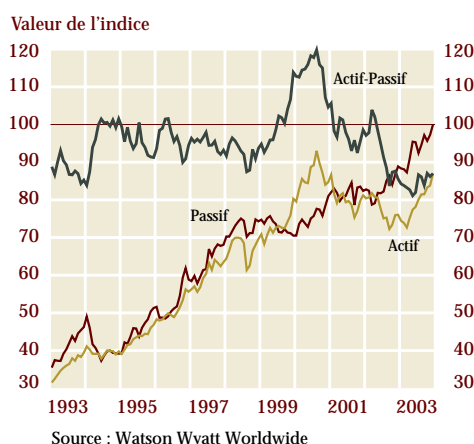
Tableau 1

### Données sur les régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises

	2000	2001	2002	2003 (est.)
Entreprises avec excédent de capitalisation	57	27	13	16
Entreprises avec déficit de capitalisation	22	52	66	63
Passif actuariel (milliards de dollars)	122,8	134,0	140,9	158,5
Situation de capitalisation (milliards de dollars)	17,8	-2,5	-20,3	-19,0
Ratio de capitalisation — actif-passif (%)	114,0	98,0	86,0	88,0
Taux d'actualisation médian (%)	7,0	6,75	6,5	6,14

Sources : Financière Banque Nationale, sauf pour les chiffres de 2003, qui proviennent d'estimations produites par le personnel de la Banque du Canada et concernent le même échantillon d'entreprises d'une année à l'autre.

Graphique 3  
Baromètre des pensions

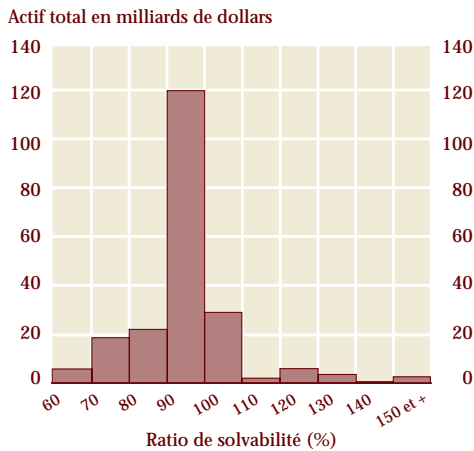


10. Le TSX a crû de 24 % en 2003.

11. L'amélioration du financement des régimes canadiens a aussi été freinée en 2003 par la forte appréciation du dollar canadien, qui a affaibli le rendement des actions étrangères détenues par ces régimes. La plupart de ces derniers ne se protègent pas contre le risque de change. Par exemple, l'indice américain S&P 500 a progressé de 26,4 % en 2003, mais en dollars canadiens son gain n'a été que de 4 %.

**Graphique 4**  
Distribution de l'actif des régimes par ratio de solvabilité

au 31 décembre 2003



Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

sions sur la stabilité financière des déficits de capitalisation des régimes de retraite, il faut également connaître la répartition de ces déficits (et excédents).

Dans cette perspective, Mercer, Consultation en ressources humaines a fourni à la Banque du Canada de l'information tirée de sa base de données clients au sujet d'environ 850 régimes (des secteurs tant public que privé). L'information était présentée de façon agrégée, afin que soit préservée la confidentialité des données. En se servant des données de Statistique Canada comme repères, Mercer estime que sa clientèle cumule près de 30 % de l'actif total des régimes à prestations déterminées enregistrés au Canada.

Mercer extrapole la situation financière de chaque régime répertorié dans la base de données en procédant aussi bien à une évaluation sur une base de permanence qu'à une évaluation de la solvabilité, depuis la dernière évaluation actuarielle jusqu'au 31 décembre 2003. Ce faisant, Mercer a tenu compte des rendements effectifs du marché, de la composition de l'actif du régime et des cotisations prévues.

## La répartition des ratios de solvabilité

Le Graphique 4 ventile l'actif des régimes sur la base de la solvabilité affichée au 31 décembre 2003. On constate que les deux tiers de l'actif se trouvaient dans des régimes qui n'étaient que légèrement sous-capitalisés et dont le ratio de solvabilité (actif-passif) s'établissait entre 90 et 99 %. Seule une faible proportion de l'actif (environ 10 %) appartient à des régimes dont le ratio de solvabilité est de 80 % ou moins<sup>12</sup>. De la même manière, une petite part des éléments d'actif semblait présenter à cette date un ratio de solvabilité positif, se situant le plus souvent entre 100 et 110 %.

## Les projections relatives à la capitalisation d'ici la fin de 2008

Dans le cadre de son analyse prospective, Mercer utilise, pour projeter les ratios de solvabilité à un horizon de cinq ans — soit jusqu'au 31 décembre 2008 —, un modèle auquel il applique trois scénarios économiques : un scénario de base, un scénario pessimiste et un scénario optimiste<sup>13</sup>.

12. Ce qui est le cas d'environ 220 régimes sur 850.

13. Ces projections sont tirées d'un modèle stochastique qui intègre des variables économiques clés et les taux de rendement des principales catégories d'actif.

Le scénario *de base* consiste essentiellement en un prolongement de l'actuel climat de faible inflation sur l'horizon projeté. Dans le scénario *optimiste*, les marchés financiers évoluent d'une façon qui est plus favorable aux régimes de retraite : l'inflation et les taux d'intérêt sont plus élevés et le rendement des actions est meilleur. En outre, le modèle stochastique de Mercer s'appuie, pour ces variables, sur des prévisions à cinq ans correspondant au 25<sup>e</sup> centile. Dans le scénario *pessimiste*, l'inflation est moindre, tout comme les taux d'intérêt et le rendement des actions, et Mercer retient, pour ces variables, des prévisions à cinq ans correspondant au 75<sup>e</sup> centile. Le Tableau 2 montre les hypothèses sur lesquelles se fondent les projections, tandis que le Tableau 3 illustre le rendement global annuel des portefeuilles pour chacun des scénarios. Aux fins des projections, on suppose que l'actif se compose à 57 % d'actions (canadiennes et étrangères) et de titres à revenu fixe dans une proportion de 43 %<sup>14</sup>.

Mercer établit des projections aussi bien pour les régimes qui affichaient un déficit (Tableau 4) que pour ceux qui étaient excédentaires (Tableau 5) au 31 décembre 2003.

Les projections de solvabilité incorporent les projections sur les rendements du marché et tiennent compte des dispositions réglementaires en matière de capitalisation. On présume que les régimes qui étaient déficitaires au 31 décembre 2003 sont tenus de verser des cotisations destinées à éliminer le déficit en cinq ans. La solvabilité est réévaluée à la fin de chaque exercice et le calendrier des cotisations est modifié au besoin. Dans le cas des régimes excédentaires au départ, on présume le versement de cotisations couvrant le coût normal des prestations, sauf si l'excédent est supérieur aux limites prescrites par la *Loi de l'impôt sur le revenu*, auquel cas les cotisations doivent être interrompues.

D'après le scénario de base indiqué au Tableau 4, les régimes déficitaires au 31 décembre 2003 devraient l'être encore légèrement, dans l'ensemble, au 31 décembre 2008, malgré les cotisations spéciales. En effet, le rendement de l'actif dans le scénario en question (qui se chiffre à environ 6 % pour un portefeuille type) ne suffit pas à freiner la croissance du passif<sup>15</sup>. Toutefois, toujours selon ce scénario, le ratio de solvabilité global

14. La composition effective de l'actif de chaque régime de l'échantillon est utilisée dans la projection.
15. Suivant les taux d'intérêt et le rendement retenus dans ce scénario, le passif progresse chaque année plus rapidement que l'actif. Les versements spéciaux pour rétablir la solvabilité sont calculés annuellement selon le déficit du moment et non selon une évaluation prospective de la tendance.

Tableau 2

### Hypothèses économiques utilisées dans les projections de Mercer

En %

Variables économiques	Niveau initial (janvier 2004)	Scénario		
		de base	pessimiste	optimiste
Inflation	2,34	2,34	1,59	3,34
Taux de rendement des bons du Trésor	2,58	3,46	2,72	4,47
Taux de rendement des obligations du gouvernement canadien (10 ans et plus)	5,13	5,13	4,38	6,13
Rendement des actions sur cinq ans	8,20 <sup>a</sup>	8,15	3,60	13,20
Prime de risque sur les actions <sup>b</sup>	2,95	2,95	2,95	2,95

a. Rendement d'actions canadiennes. Les rendements sont projetés à partir d'une combinaison d'actions canadiennes, américaines et internationales en proportions égales.

b. Répartie sur les rendements d'obligations canadiennes à long terme  
Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

Tableau 3

### Rendements de portefeuille inclus dans les projections de Mercer

En %

Année	Scénario		
	de base	pessimiste	optimiste
2004	5,85	3,59	8,29
2005	5,91	3,59	8,45
2006	5,98	3,59	8,61
2007	6,04	3,59	8,76
2008	6,11	3,59	8,92

Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

Tableau 4

### Solvabilité projetée en 2008 pour les régimes déficitaires au 31 décembre 2003

Milliards de dollars

	Estimations au 31 décembre 2003	Scénario		
		de base	pessimiste	optimiste
Nombre de régimes	603	603	603	603
Actif total de solvabilité	166,2	239,7	223,0	256,2
Passif total de solvabilité	186,2	246,1	251,4	238,4
Excédent (déficit) total de solvabilité	(20,0)	(6,5)	(28,4)	17,9
Ratio de solvabilité (%)	89	97	89	107

Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

**Tableau 5**  
**Solvabilité projetée en 2008 pour les régimes excédentaires au 31 décembre 2003**

Milliards de dollars

	Estimations au 31 décembre 2003	Scénario		
		de base	pessimiste	optimiste
Nombre de régimes	244	244	244	244
Actif total de solvabilité	43,1	51,1	47,2	56,8
Passif total de solvabilité	38,5	47,1	49,2	44,3
Excédent (déficit) total de solvabilité	4,6	4,0	(2,0)	12,5
Ratio de solvabilité (%)	112	108	96	128

Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

**Tableau 6**  
**Cotisations de capitalisation en pourcentage de la masse salariale : scénario de base**

	Régimes accusant un déficit de solvabilité (603) au 31 décembre 2003		Régimes affichant un excédent de solvabilité (246) au 31 décembre 2003	
	Employeur Services courants	Employeur Paiements spéciaux	Employeur Services courants	Employeur Paiements spéciaux
2004	10	11	4	0
2005	10	11	4	0
2006	10	10	5	0
2007	10	10	5	0
2008	10	9	5	0

Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

pour les régimes déficitaires s'améliorera sensiblement, grimant de 89 % à 97 %<sup>16</sup>, ce qui n'est aucunement le cas dans le scénario pessimiste.

Quant au groupe de régimes affichant un excédant au début de l'horizon projeté (Tableau 5), leur ratio de solvabilité diminue dans le scénario de base, tombant de 112 % à 108 %. Cela s'explique par le fait que certains promoteurs de régime bénéficiant d'un excédent utiliseront, au cours de la période, une fraction de cet excédent pour suspendre leurs cotisations.

## Le fardeau projeté des cotisations de capitalisation

Les cotisations de capitalisation se composent des cotisations obligatoires des employés ainsi que de celles de l'employeur, qui comprennent le coût des services rendus au cours de l'exercice (services courants) et les cotisations spéciales, le cas échéant.

Le Tableau 6 montre que les régimes qui accusaient un déficit à la fin de 2003 doivent verser des cotisations relativement élevées par rapport à leur masse salariale. Suivant le scénario de base, les entreprises dont le régime était déficitaire au début de la période devront cotiser entre 19 et 21 % de leur masse salariale pendant tout l'horizon projeté, contre seulement 4 à 5 % pour les entreprises dont le régime était excédentaire à la fin de 2003. Le scénario pessimiste prévoit, pour les régimes déficitaires, des cotisations se situant en moyenne entre 22 et 25 % de la paie.

## Conclusions

Malgré la robustesse des marchés boursiers en 2003, la majorité des régimes de retraite canadiens à prestations déterminées affichent encore des déficits modérés, tandis qu'une minorité d'entre eux sont en position plus précaire.

On peut conclure que seuls quelques-uns de ces régimes sont sous-capitalisés au point que l'obligation qui leur est faite de verser des cotisations additionnelles pourrait compromettre la viabilité de leur promoteur. Toutefois, même si le climat financier reste généralement neutre, un grand nombre de sociétés devront effectuer des cotisations substantielles pour combler un déficit de capitalisation.

Ce résultat donne aussi à penser que, même si les problèmes de capitalisation des régimes ne menacent pas véritablement la stabilité du système

16. En outre, d'après la projection de base, le nombre de régimes déficitaires passe de 603 en 2003 à 519 en 2008.

financier, ils pourraient miner pendant longtemps les bénéfices et la trésorerie des sociétés. Ces dernières deviendraient alors plus vulnérables aux retombées d'autres chocs, comme un ralentissement économique, qui a normalement pour effet de réduire sensiblement la liquidité.

### **Ouvrage et article cités**

Ambachtsheer, K. (2004). « Cleaning Up the Pensions Mess: Why It Will Take More than Money », article documentaire, Institut C.D. Howe (février).

Financière Banque Nationale (2003). *Quantitative Strategist* (juin).

# La structure de la réglementation des marchés financiers : survol de la littérature

*Christine Fay et Nicolas Parent*

*La structure de la réglementation des marchés canadiens des valeurs mobilières suscite bien des débats au sein des administrations fédérale et provinciales et parmi les commissions provinciales des valeurs mobilières, les participants du secteur privé et les chercheurs. Bien qu'elle ne soit pas directement impliquée dans ces discussions, la Banque du Canada se soucie de l'efficience de ces marchés au Canada. Le présent article passe en revue certaines des questions soulevées dans les études consacrées à la structure organisationnelle de la réglementation des marchés financiers.*

**L**es progrès technologiques rapides, la mondialisation des marchés et la complexité croissante des innovations financières ne sont que quelques-uns des facteurs qui ont transformé en profondeur le paysage financier international. Devant l'ampleur des changements qui se sont opérés tant à l'échelle nationale que mondiale, de nombreux pays ont commencé à se demander si leurs structures de réglementation financière étaient toujours appropriées, et certains ont déjà procédé à des réformes majeures à cet égard.

Dans les années 1980, les mutations rapides subies par le secteur canadien des services financiers avaient mené à un certain nombre de restructurations<sup>1</sup>. Plus récemment, toutefois, le point de mire des réformes s'est déplacé vers la réglementation des valeurs mobilières et des marchés financiers en général. Au cours des dix dernières années, les organismes de réglementation provinciaux et autres ont lancé différentes initiatives qui couvrent non seulement le développement des marchés financiers, mais aussi l'harmonisation des réglementations en matière de valeurs mobilières entre les diverses autorités canadiennes. Dernièrement, un mouvement s'est dessiné en faveur d'une refonte majeure de la structure de la réglementation des marchés des titres, afin que cette dernière soit mieux adaptée aux nouveaux contextes national et international. (Voir l'Encadré 4 à la page 25.)

Face à des changements aussi nombreux et complexes, il est judicieux de prendre du recul et d'examiner les études réalisées dans ce domaine. Le présent article met en lumière certaines des questions abordées dans la littérature qui présentent

un intérêt dans le débat entourant la réglementation des marchés financiers et des valeurs mobilières. Bien que certains des travaux considérés soient de portée générale et concernent l'ensemble du secteur financier, nous nous sommes efforcés d'en tirer des leçons utiles au regard de la structure de la réglementation des valeurs mobilières.

Nous expliquons d'abord pourquoi la structure de la réglementation est importante, après quoi nous donnons un aperçu des trois principales approches dans ce domaine : l'approche institutionnelle, l'approche fonctionnelle et l'approche par objectifs. Un autre aspect à considérer est celui de la concurrence en matière de réglementation, c'est-à-dire le nombre d'instances (ou d'organismes) de réglementation qui sont responsables d'un compartiment particulier du marché financier. Nous examinons cet aspect en pesant les avantages et les désavantages des régimes où la réglementation est assurée par plusieurs autorités mises en concurrence au lieu d'un organisme unique. Enfin, nous faisons état de certains enjeux liés aux organismes d'autorégulation.

## L'importance de la structure

Goodhart et coll. (1998) affirment que la structure réglementaire agit avant tout sur l'efficacité générale de la réglementation et de la surveillance en raison de l'expertise, de l'expérience et de la culture qu'acquiert les organismes chargés de ces activités. Les autres grands facteurs à prendre en compte dans le choix d'une structure sont la capacité de celle-ci à résoudre les différends, son coût ainsi que les problèmes de chevauchement des compétences (ou de double emploi) et de vide réglementaire (lorsque des aspects d'ordre opérationnel ou institutionnel sont oubliés).

1. Voir Freedman et Goodlet (2002) et Daniel (2002-2003).

Une réforme de la structure n'est toutefois pas une fin en soi, et elle ne saurait être garante d'une meilleure réglementation. Son efficacité dépend aussi dans une large mesure de la compétence et du jugement de ceux qui en sont responsables (McDonald, 1996). En outre, la structure elle-même ne doit pas être vue comme le principal déterminant d'une bonne réglementation. Dans les faits, des éléments comme la clarté des rôles et des responsabilités ainsi que l'échange de renseignements entre les organismes peuvent se révéler plus importants encore.

Enfin, il faut admettre qu'il n'existe pas une seule structure universelle « parfaite ». Des modèles différents peuvent fort bien convenir à divers pays, voire à une même économie, et ceux-ci peuvent être appelés à changer au fur et à mesure que la conjoncture financière nationale et internationale évolue.

## Les différentes approches en matière de réglementation financière

La littérature fait état de trois grandes tendances en matière de réglementation des marchés financiers : l'approche institutionnelle, l'approche fonctionnelle et l'approche par objectifs. En pratique, le système retenu peut combiner des caractéristiques de ces trois modèles.

### Les approches traditionnelles

L'approche institutionnelle (par type d'entreprise) et l'approche fonctionnelle (par type d'activité) ont été les plus utilisées jusqu'ici pour définir la structure de la réglementation<sup>2</sup>.

Comme la réglementation institutionnelle couvre individuellement chaque catégorie d'intermédiaires financiers, elle se révèle particulièrement utile pour résoudre des questions de nature prudentielle. Habituellement, toute la gamme des activités d'un type donné d'institutions est placée sous la responsabilité d'une autorité de réglementation distincte. Chaque intermédiaire n'ayant à traiter qu'avec un seul organisme, il est possible d'éviter les chevauchements et même de réduire les coûts de la réglementation. Toutefois, compte tenu de l'intégration accrue des marchés et du cloisonnement de moins en moins étanche des différentes

catégories d'intermédiaires, il existe évidemment un risque que des institutions s'acquittant de fonctions similaires soient assujetties à des règles différentes, ce qui peut occasionner un problème de neutralité en matière de concurrence.

L'approche fonctionnelle, en revanche, est centrée sur les activités des entreprises. Macey et O'Hara (1999), Merton et Bodie (1995) ainsi que Steil (2001) sont parmi les tenants de ce type de réglementation. Macey et O'Hara y voient trois principaux avantages : les mêmes règles sont appliquées à l'ensemble des intermédiaires se livrant aux mêmes activités; les sociétés ont la possibilité de choisir les services précis qu'elles souhaitent offrir; les conditions les plus propices à l'innovation financière règnent du fait que les compétiteurs jouissent d'une marge de manœuvre maximale, conformément aux objectifs de la réglementation. D'autres auteurs, par contre, sont d'avis que l'approche fonctionnelle risque d'entraîner une spécialisation excessive des compétences parmi les autorités réglementaires, de telle sorte qu'on perdrait de vue la situation d'une institution dans son ensemble.

Goodhart et coll. (1998) soutiennent qu'il peut être trompeur de vouloir opérer une dichotomie stricte entre les approches institutionnelle et fonctionnelle, étant donné que chacune vise des buts différents. Comme le risque de défaillance guette l'institution au complet, dans les faits il est nécessaire, pour des raisons prudentielles, que celle-ci soit régie d'une manière qui assure sa fiabilité et sa viabilité. La réglementation fonctionnelle, pour sa part, s'intéresse à la façon dont les intermédiaires se livrent aux divers aspects de leurs activités et se comportent envers leurs clients. Pour que la neutralité en matière de concurrence soit maintenue, la réglementation concernant la conduite des affaires doit s'appliquer à des champs d'activité particuliers, indépendamment du type d'institution concerné. Si la réglementation prudentielle peut être administrée par différents organismes, les règles gouvernant la conduite des affaires, pour être équitables, doivent être appliquées par une seule autorité.

### L'approche par objectifs

L'approche par objectifs, que préconisent entre autres Taylor (1995, 1996), Goodhart et coll. (1998) ainsi que Di Giorgio et Di Noia (2001), est un autre schéma qui a été étudié récemment et qui a inspiré le modèle organisationnel de la réglementation en Australie. Cette approche part du principe que l'ensemble des intermédiaires et des marchés sont soumis à la surveillance de plus d'un organisme étant chacun responsable d'un objectif

2. Le débat sur l'opportunité d'appliquer une réglementation fonctionnelle ou institutionnelle aux entités financières ne date pas d'hier. La question a déjà été soulevée par le Conseil économique du Canada en 1976, et par le gouvernement fédéral dans son Livre vert de 1985 et son Livre bleu de 1986. (Voir la bibliographie.)



précis de la réglementation, et ce, peu importe le statut juridique de l'intermédiaire ou la nature de ses activités. Le but est d'établir une structure qui cadre avec les objectifs de la réglementation tout en favorisant une poursuite aussi efficace et efficiente que possible de ceux-ci. Cette formule est « particulièrement efficace dans le contexte d'un marché hautement intégré, où des opérateurs, des conglomerats et des groupes multifonctionnels sont actifs dans toute une gamme de secteurs » [traduction] (Di Giorgio et Di Noia, 2001).

Le modèle bipolaire (« twin peaks ») proposé par Taylor (1995) pour le système financier (y compris les marchés financiers) du Royaume-Uni est un exemple de l'approche par objectifs. Ce modèle fait appel à deux organismes de réglementation seulement : le premier veille à la solidité du système financier, tandis que le second se consacre exclusivement à la protection des consommateurs. L'auteur estime que cette formule est avantageuse à plus d'un titre : elle élimine le chevauchement des compétences, permet de clarifier les objectifs des autorités compétentes, prévoit des mécanismes de règlement en cas d'incompatibilité des buts visés et favorise un processus de réglementation ouvert et transparent, dont il faut rendre compte publiquement.

Au sujet du modèle bipolaire de Taylor, McDonald (1996) souligne que l'argument relatif au nombre d'organismes de réglementation semble s'appuyer sur la prémisse que chacun est responsable d'un seul objectif; or, fait-il observer, les notions de protection des consommateurs et de risque systémique ne peuvent être dissociées aussi facilement. Goodhart et coll. (1998) jugent pour leur part que le modèle de Taylor est trop vaste. Selon eux, des différences majeures distinguent encore les diverses catégories d'entreprises, et ces dernières conservent habituellement un champ d'activité dominant même lorsqu'elles se sont diversifiées. Les risques, disent-ils, diffèrent suffisamment d'un secteur à l'autre pour justifier des approches distinctes en matière de réglementation prudentielle. Goodhart et coll. plaident plutôt en faveur d'une multiplicité d'autorités réglementaires. Ils préconisent la création de pas moins de six organismes : un qui s'occuperait de la concurrence, les cinq autres se consacrant au risque systémique, à la réglementation prudentielle non systémique, à la conduite des activités de détail, à la conduite des activités de gros et aux marchés boursiers.

Briault (1999) fait remarquer que les modèles axés sur les objectifs, pour attrayants qu'ils puissent paraître à première vue, ne permettent pas de résoudre les inefficiences ni les problèmes de

communication et de coopération qui se posent lorsque plusieurs organismes de réglementation coexistent. Il critique tout particulièrement l'approche de Taylor, estimant que la distinction entre réglementation prudentielle et réglementation de la conduite des affaires n'est pas aussi claire et simple, en réalité, que le modèle de ce dernier le laisse croire. Quant à la structure proposée par Goodhart et coll., elle s'apparente selon lui beaucoup à l'approche fonctionnelle, entre autres parce que de nombreuses firmes seraient soumises à la surveillance de plus d'une autorité.

## **Débat concernant le nombre optimal d'organismes de réglementation et la concurrence entre ces derniers**

Deux tendances intéressantes se dégagent du débat entourant le nombre optimal d'organismes de réglementation. D'une part, les chercheurs des milieux universitaires s'intéressent aux bienfaits qu'un regroupement des autorités réglementaires est susceptible d'apporter, et un certain nombre de pays ont adopté des réformes afin de réduire le nombre d'organismes chargés d'encadrer les institutions financières. C'est le cas du Royaume-Uni, qui a décidé de confier à une seule instance le soin de réglementer l'ensemble du système financier, y compris les marchés des valeurs mobilières. D'autre part, de plus en plus d'études sont publiées aux États-Unis sur les avantages associés à une concurrence accrue entre les organismes de réglementation dans le secteur des valeurs mobilières.

### **Réglementation par un seul organisme**

Caractéristique des premiers stades du développement des marchés financiers, le modèle de l'organisme de réglementation unique fait un retour dans les pays industrialisés, notamment au Royaume-Uni.

Goodhart et coll. (1998) dressent la liste des avantages liés à un tel régime :

- Gains d'efficacité : économies d'échelle et de gamme (synergies) censées se traduire par une diminution de coûts (bien qu'une faible part du coût total de la réglementation soit vraisemblablement attribuable aux institutions mêmes). Ce régime permet également d'allouer avec plus d'efficacité et d'efficacité des ressources limitées et ainsi de réduire les coûts de la surveillance qui sont imposés aux

entreprises, ces dernières n'ayant à traiter qu'avec une seule entité.

- Amélioration de la transparence et de la responsabilité, du fait qu'une structure de réglementation simple devrait être facilement reconnue et comprise par les entreprises et les consommateurs visés, et inciter les autorités à une plus grande responsabilité (ne serait-ce que parce qu'il leur est plus difficile de se dérober à leurs obligations).
- Meilleure surveillance des entreprises dont les activités sont diversifiées.
- Possibilité d'éviter des problèmes tels que les conditions de concurrence inégales, le manque d'uniformité, les chevauchements et doubles emplois ainsi que les vides réglementaires.
- Capacité accrue de retenir et de mettre à profit des compétences spécialisées.

Selon la littérature, cependant, certains de ces avantages ne se matérialiseront pas nécessairement dans la pratique. Par exemple, les clivages existant entre les groupes de spécialistes, au sein de l'organisme unique, pourraient occasionner des problèmes de communication, de coordination et de cohérence qui empêcheraient la réalisation d'économies d'échelle et de gains d'efficacité.

Les opposants au concept d'une méga-agence avancent entre autres les arguments suivants :

- L'organisme a trop de pouvoirs et la bureaucratie y est excessive (Goodhart et coll., 1998).
- L'autorité risque de ne pas se focaliser de façon claire sur les objectifs et la raison d'être de la réglementation et d'omettre de faire les distinctions requises entre les différents types d'institutions (Goodhart et coll., 1998).
- Les différences considérables qui distinguent les besoins des consommateurs sur le marché de détail et ceux des opérateurs aguerris actifs sur le marché de gros, ainsi que les techniques et styles de gestion fort particuliers qu'exigent la réglementation prudentielle et la réglementation de la conduite des affaires, peuvent occasionner une incompatibilité des objectifs ainsi que des conflits d'ordre culturel (Taylor, 1995).
- Les instances politiques sont les plus compétentes pour régler les situations où il y a contradiction entre les objectifs, le processus de résolution exigeant que des jugements soient portés au sujet des enjeux politiques en cause (Taylor, 1995; Goodhart et coll., 1998).

- Il peut y avoir risque moral si le public en vient à croire que les démarcations entre les risques inhérents aux différentes catégories d'institutions financières n'existent plus ou sont moins nettes (Goodhart et coll., 1998).
- Si un organisme unique adopte un régime de réglementation inadéquat, les coûts de conformité et les coûts structurels de la réglementation peuvent augmenter, même si les frais de fonctionnement des agences concernées diminuent.

Deux études récentes se penchent sur les résultats obtenus par les pays qui se sont engagés dans la voie d'une réglementation plus intégrée. Taylor et Fleming (1999) concluent que, au bout d'une décennie, les trois pays scandinaves qui ont adopté le modèle à organisme de réglementation unique avaient réalisé des gains d'efficacité et des économies d'échelle, mais avaient peu amélioré la coordination de la supervision des conglomerats. Examinant l'expérience de la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni, Briault (2002) constate que les signes préliminaires sont encourageants mais signale qu'il est trop tôt pour tirer des conclusions. Cet organisme, notamment, a réalisé des économies d'échelle et atteint un degré d'intégration qui lui est profitable. De plus, Briault est d'avis que l'expérience de la FSA montre que, dans la plupart des cas, il n'y a aucune incompatibilité entre les objectifs de la réglementation prudentielle et ceux de la réglementation de la conduite des affaires, celles-ci visant toutes deux à protéger les consommateurs. Selon lui, lorsque des différends sont apparus, la FSA a su trouver un juste milieu en s'appuyant sur un cadre adéquat de reddition de comptes et de gestion des objectifs.

### **Organismes de réglementation concurrents**

D'après certains chercheurs, une réglementation imposée par une autorité, plutôt que dictée par les forces du marché, risque de ne pas être optimale. Lorsqu'un organisme de réglementation est en situation de monopole, comme c'est souvent le cas, on connaît moins bien les exigences des consommateurs quant au type et à l'ampleur de la réglementation et ce qu'ils sont prêts à payer à cet égard. D'aucuns estiment donc que la concurrence peut aider à définir le degré optimal de réglementation. Ils considèrent également que la diversité des approches découlant de la présence de concurrents est riche d'enseignements (Goodhart et coll., 1998).

Le débat qui divise les milieux universitaires sur les avantages d'une concurrence accrue en matière de réglementation des valeurs mobilières s'articule autour de l'opposition entre le scénario de l'atteinte de la réglementation optimale et celui d'un assouplissement indu de la réglementation.

Les tenants du premier scénario font valoir que la concurrence stimule la souplesse et l'innovation, en plus de protéger contre la surréglementation. Dans son plaidoyer en faveur de la concurrence parmi les organismes de réglementation des services financiers, Kane (1987) souligne en outre qu'un tel aménagement tend à atténuer les excès de sévérité de la part des organismes de réglementation lorsqu'une crise ou un scandale éclate.

À l'inverse, les partisans du second scénario estiment que la concurrence entraîne un assouplissement indu de la réglementation, où les autorités relâchent à l'excès leurs exigences individuelles dans l'espoir d'élargir leur clientèle.

Dans un texte fondateur, Romano (1998) développe des arguments favorables à l'institution d'un cadre au sein duquel les administrations des États des États-Unis seraient autorisées à concurrencer le gouvernement fédéral dans deux secteurs de la réglementation des valeurs mobilières :

- 1) l'inscription des titres et l'établissement d'un régime de divulgation à l'intention des émetteurs;
- 2) la lutte contre les fraudes.

Dans l'architecture proposée par l'auteur, chaque émetteur choisirait de quelle autorité (fédérale ou étatique) il relèverait et il ne traiterait qu'avec celle-ci, de sorte qu'il se créerait un véritable marché de la réglementation. Romano soutient que les règles qui en résulteraient correspondraient davantage aux préférences des investisseurs, eux dont les décisions constituent la force motrice des marchés financiers et qui savent mieux qu'aucune entité gouvernementale quelle réglementation sert leurs intérêts. Un tel aménagement encouragerait l'innovation et, en définitive, lorsque les différences marquant existant entre les divers émetteurs font que le type de régime de réglementation approprié varie considérablement de l'un à l'autre, il permettrait aux émetteurs et aux investisseurs de choisir eux-mêmes la structure la mieux adaptée à leurs particularités.

En soi, la concurrence ne va pas nécessairement à l'encontre de l'harmonisation à l'échelle internationale. Romano laisse même entendre que, dans un contexte de concurrence où émetteurs et investisseurs n'optent pas pour la diversité, il y a uniformisation naturelle de la réglementation, sans que l'État n'ait à intervenir. En d'autres termes, le

« fédéralisme concurrentiel » n'accentuerait pas forcément les disparités entre les régimes de réglementation. Ainsi, il est probable que les régimes de divulgation les plus valables se répandraient parmi les États.

MacIntosh (2002) se déclare en faveur d'un régime de passeport pour le marché canadien des valeurs mobilières et estime que la réglementation par un organisme unique présente tous les défauts généralement associés aux monopoles. À l'instar de Romano, il s'inscrit en faux contre le scénario de l'assouplissement de la réglementation. Il fait également valoir que le droit des sociétés, dont le fonctionnement ressemble fortement à celui du droit des valeurs mobilières, repose sur un système d'examen concerté depuis plus d'un siècle.

Fox (2001) compte parmi les critiques les plus virulents de la concurrence dans le domaine de la réglementation. Il croit notamment que l'abandon, aux États-Unis, du régime actuel de divulgation obligatoire relatif aux titres du gouvernement fédéral provoquerait un assouplissement indu de la réglementation qui réduirait sans doute le bien-être économique du pays. Il insiste sur le fait que la divulgation d'information peut désavantager un émetteur par rapport à ses concurrents et lui imposer des coûts. Si les émetteurs avaient le choix de leur régime de réglementation, ils en adopteraient vraisemblablement un dont les exigences de divulgation ne seraient pas optimales sur le plan social, car leurs coûts internes de divulgation sont supérieurs aux coûts sociaux d'un tel acte.

Coffee (1995) porte un jugement négatif sur la concurrence en matière de réglementation à la lumière de l'expérience vécue par la Securities and Exchange Commission et la Commodity Futures Trading Commission. Il conclut que, dans le contexte actuel d'intensification de la concurrence sur la scène internationale, la mise en concurrence d'organismes de réglementation nationaux ne saurait produire que des gains modestes, tandis que les coûts, peut-être sous-estimés, pourraient se révéler considérables. Il admet que la concurrence peut comporter des avantages théoriques, mais ceux-ci supposent la conjonction d'un certain nombre de conditions, dont : 1) la capacité des entreprises de changer d'organisme de réglementation sans devoir assumer des coûts élevés, afin de limiter les inefficiences; 2) la délimitation stricte des pouvoirs, qu'aucun organisme ne pourrait outrepasser; 3) la pratique d'une concurrence réelle entre les organismes, et non pas d'une collusion. Or, l'auteur constate que ces conditions sont

rarement réunies dans la pratique, et il déplore que les défenseurs de la concurrence ne mettent en évidence que les avantages qu'une rivalité entre organismes de réglementation peut procurer à la clientèle.

## **Autoréglementation ou surveillance publique**

Les organismes d'autoréglementation tiennent une grande place dans de nombreux pays, dont le Canada, où ils jouent un rôle de premier plan dans le façonnement des marchés des valeurs mobilières. Les réformes adoptées par beaucoup d'États suscitent toutefois un débat sur l'opportunité d'intégrer (ou de maintenir) ces organismes dans les nouvelles structures. Le Royaume-Uni, par exemple, les a entièrement rayés de son cadre actuel. Aussi importe-t-il de peser le pour et le contre de l'autoréglementation, d'évaluer son rôle et de définir le type d'environnement qui s'y prête le mieux.

Pour donner les meilleurs résultats, l'autoréglementation suppose, en principe, que les parties à une transaction possèdent, à peu de choses près, les mêmes connaissances ainsi que le même degré d'information et de pouvoir de négociation. Tous les investisseurs, qu'ils soient des professionnels ou de simples particuliers, ont intérêt à ce que le marché fonctionne de façon équitable, adéquate-ment transparente, ordonnée et efficiente, sans abus ni actes fautifs. Les investisseurs professionnels, en particulier, ont tout à gagner de l'intégrité du marché. C'est pourquoi on considère généralement que la réglementation générale des bourses doit faire une large part à l'autoréglementation. Un organisme de surveillance doit cependant veiller à l'absence de pratiques anticoncurrentielles dans les transactions autoréglementées.

Aggarwal (2001) ainsi que Domowitz et Lee (1998) voient plusieurs avantages à l'autoréglementation par rapport à la réglementation gouvernementale :

- les organismes d'autoréglementation liés aux activités des participants ont un intérêt plus marqué et plus direct à préserver l'intégrité du marché;
- la présence de « personnes de terrain » est susceptible d'enrichir le savoir et l'expérience de l'autorité de réglementation;
- il est plus facile pour un marché de s'autodiscipliner et d'accepter les règles qu'il s'est lui-même imposées;

- les organismes gouvernementaux n'ont pas toujours les ressources financières ou humaines nécessaires au plein exercice de leurs fonctions;
- grâce à leur grande proximité avec les marchés, les organismes d'autoréglementation peuvent surveiller plus efficacement de nombreux types de comportements et d'activités qui échappent à l'emprise de la loi. Leur souplesse et leur plus grande sensibilité aux besoins des marchés les aident également à établir des règles appropriées.

Malgré les avantages qu'elle comporte, l'autoréglementation reste source de défis. Le plus intéressant d'entre eux tient aux rôles multiples que les organismes d'autoréglementation sont appelés à jouer et qui peuvent les amener à privilégier leur intérêt au détriment de celui du public. Les risques de conflit d'intérêts inhérents à l'autoréglementation rendent nécessaire la surveillance des pratiques des organismes d'autoréglementation, notamment sur le plan de la gouvernance.

## **Conclusions**

Ce tour d'horizon de la littérature relative à la structure de la réglementation des valeurs mobilières met en lumière la diversité des points de vue sur une éventuelle formule optimale de réglementation. Bien qu'aucune solution unique ne ressorte, la littérature a tout de même le mérite d'éclairer le débat actuel sur la question. D'un côté, on observe une tendance à concentrer les responsabilités de réglementation au sein d'une poignée d'organismes, voire d'un seul. Si les avantages et les inconvénients d'une telle approche sont bien connus sur le plan théorique, la recherche empirique, en revanche, n'en est encore qu'à ses balbutiements. Par ailleurs, certains auteurs avancent des arguments théoriques solides en faveur d'une concurrence accrue, mais, là encore, force est d'admettre que les implications pratiques restent à explorer.

Beaucoup d'interrogations demeurent sans réponse, et la théorie économique semble offrir peu de balises dans ce domaine complexe. Les études empiriques et les travaux de recherche à venir devraient lever le voile sur ces questions à mesure que l'on disposera de plus de données sur les réformes entreprises par certains pays.

## Ouvrages et articles cités

- Aggarwal, R. (2001). « Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets ». In : *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, sous la direction de R. E. Litan et R. Herring, Washington (D.C.), Brookings Institution Press.
- Briault, C. (1999). « The Rationale for a Single National Financial Services Regulator », *Financial Services Authority, Occasional Paper Series*, n° 2 (mai).
- \_\_\_\_\_ (2002). « Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator », *Financial Services Authority, Occasional Paper Series*, n° 16 (février).
- Canada. Ministère des Finances (1985). « La réglementation des institutions financières du Canada : propositions à considérer », Catalogue F2-63 (avril).
- \_\_\_\_\_ (1986). *Le secteur financier : nouvelles directions*, Catalogue F2-2.
- \_\_\_\_\_ (2003). *C'est le temps d'agir*.
- Coffee, J. (1995). « Competition versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation », *The Business Lawyer*, vol. 50, p. 447-484.
- Daniel, F. (2002-2003). « L'évolution récente de la législation financière du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 3-17.
- Di Giorgio, G., et C. Di Noia (2001). *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal*, Financial Institutions Center Working Paper n° 01-02, The Wharton School Financial Institutions Center, Université de Pennsylvanie.
- Domowitz, I., et R. Lee (1998). *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, Working Paper Series, Université de l'État de Pennsylvanie.
- Fox, M. B. (2001). « The Issuer Choice Debate », *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, p. 563-611.
- Freedman, C., et C. Goodlet (2002). *The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments*, Rapport technique n° 91, Banque du Canada.
- Goodhart, C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez et S. Weisbrod (1998). *Financial Regulation Why, How and Where Now?*, Londres, Routledge.
- Kane, E. (1987). « Competitive Financial Reregulation: An International Perspective ». In : *Threats to International Financial Stability*, sous la direction de R. Portes et A. Swoboda, Cambridge, Cambridge University Press, p. 111-145.
- Macey, J., et M. O'Hara (1999). « Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective », *Journal of Legal Studies*, vol. 28, p. 17-54.
- MacIntosh, J. G. (2002). « The Future of Canadian Securities Regulation », symposium du Capital Markets Institute et de la bourse de Toronto sur la réglementation du marché canadien des valeurs mobilières, Toronto. Document accessible à l'adresse < [www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/MacIntosh.ppt](http://www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/MacIntosh.ppt) >.
- McDonald, O. (1996). *Financial Regulation in Germany and the UK: A Comparison*, Financial Markets Group Special Papers, n° 82.
- Merton, R., et Z. Bodie (1995). *Financial Infrastructure and Public Policy: A Functional Perspective*, document de travail n° 95-064, Harvard Business School.
- Romano, R. (1998). « Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation », *Yale Law Journal*, vol. 107, p. 2359-2430.
- Steil, B. (2001). « Creating Securities Markets in Developing Countries: A New Approach for the Age of Automated Trading », *International Finance*, vol. 4, p. 257-278.
- Taylor, M. (1995). *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Londres, Centre for the Study of Financial Innovation.
- \_\_\_\_\_ (1996). *Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System*, Londres, Centre for the Study of Financial Innovation.
- Taylor, M., et A. Fleming (1999). « Integrated Financial Supervision, Lessons of Scandinavian Experience », *Finance and Development*, vol. 36, p. 42-45.

