

# Consultations visant l'examen du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

## Vue d'ensemble

Le ministère des Finances et la Banque du Canada sollicitent l'avis des distributeurs de titres d'État, des investisseurs institutionnels et d'autres parties intéressées sur le fonctionnement du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien dans le contexte actuel du marché. Les avis recueillis lors de ces consultations permettront au gouvernement de déterminer si des modifications devraient être apportées pour que le cadre continue d'appuyer les objectifs liés à la gestion de la dette.

Les objectifs fondamentaux de la gestion de la dette consistent : 1) à obtenir un financement stable et à faible coût permettant de combler les besoins financiers du gouvernement canadien, et 2) à veiller au bon fonctionnement du marché des titres émis par le gouvernement. Pour atteindre ces objectifs, il est crucial que le cadre de distribution des titres de dette soit à la fois solide et efficace. Conformément à ces objectifs et aux pratiques courantes appliquées par les autres gestionnaires de dette souveraine, un tel cadre de distribution doit faciliter l'accès aux marchés de financement, dans des conjonctures de marché normales ou en périodes de tensions, en respectant quatre principes fondamentaux :

1. faciliter l'accès continu aux marchés de financement
2. appuyer le bon fonctionnement du marché des titres d'État
3. favoriser la compétitivité du marché primaire des titres d'État
4. atténuer les risques d'exécution et de règlement, ainsi que les risques opérationnels

Même si le cadre actuel de distribution des titres de dette du gouvernement canadien a été jugé favorable à ces principes fondamentaux lors du dernier examen en 2018, nous veillons à l'examiner tous les cinq ans.

## Contexte

Le gouvernement du Canada satisfait ses besoins financiers en émettant des titres d'emprunt libellés en dollars canadiens. Il compte sur les négociants principaux et les autres distributeurs de titres d'État pour qu'ils participent aux adjudications sur le marché primaire et agissent comme intermédiaires avec les investisseurs sur le marché secondaire. De plus, les clients qui veulent se procurer des titres du gouvernement du Canada peuvent participer aux adjudications en déposant des soumissions par l'entremise d'un distributeur de titres d'État. Des cadres similaires d'émission de titres d'emprunt sont couramment utilisés par les émetteurs souverains des économies développées. Le cadre en vigueur a été mis en place en 1998 et a fait l'objet de

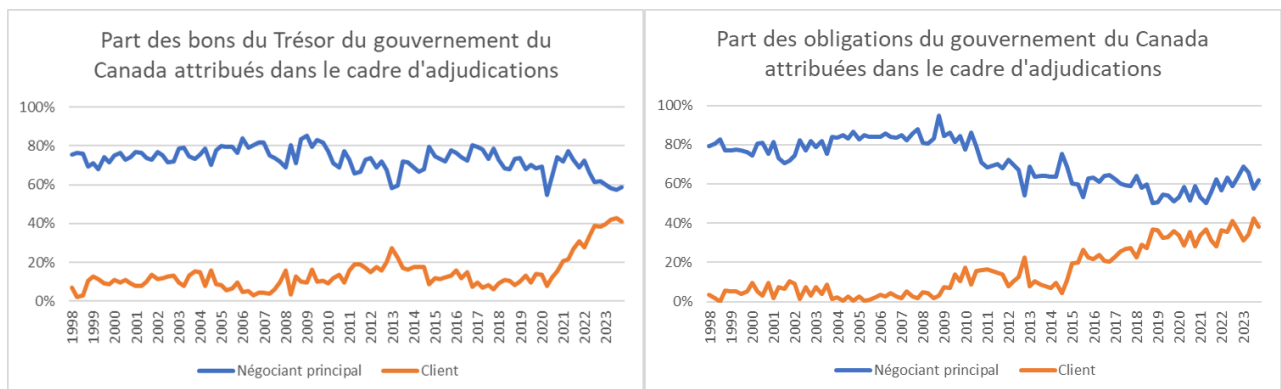
modifications en [2005](#). Son [dernier examen remonte à 2018](#), mais aucun changement n’y avait été apporté à ce moment-là.

L’examen de 2024 est en cours. Des étapes préliminaires ont été réalisées plus tôt cette année, notamment l’analyse des données des marchés primaire et secondaire sur les titres du gouvernement du Canada, ainsi que la tenue de discussions avec des émetteurs souverains comparables, des distributeurs de titres d’État et un échantillon de grands investisseurs dans les titres du gouvernement du Canada.

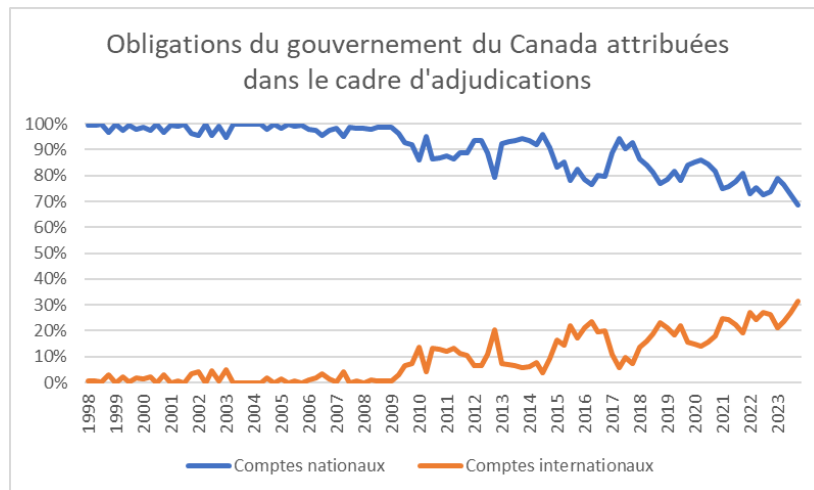
## Principaux résultats de l’examen de 2024 du cadre de distribution des titres de dette

Les adjudications de titres demeurent un moyen efficace pour le gouvernement du Canada d’obtenir du financement, comme en témoignent les indicateurs qui restent solides, par exemple le ratio de couverture et l’écart d’adjudication, ainsi que les commentaires reçus des participants au marché.

L’examen de 2018 du cadre de distribution avait mis en évidence une tendance que l’on observe encore aujourd’hui, soit le déplacement des attributions sur le marché primaire des titres du gouvernement du Canada des distributeurs de titres d’État vers les clients. Les réformes réglementaires qui ont suivi la crise financière de 2008 influant sur les motivations des institutions financières, les négociants de titres de gouvernement du Canada poursuivent leur abandon progressif d’un modèle mandant en faveur d’un modèle mandataire davantage axé sur les besoins des clients et moins favorable au stockage de titres.



Une autre tendance persistante est l’augmentation des attributions d’obligations du gouvernement du Canada dans des comptes internationaux lors d’adjudications. Les attributions étrangères de bons du Trésor du gouvernement du Canada dans le cadre d’adjudications restent toutefois négligeables. Les soumissionnaires actifs lors des adjudications d’obligations demeurent répartis entre plusieurs types d’investisseurs, les clients des fonds de couverture étant les plus présents sur le marché primaire.



La concentration aux adjudications se maintient à des niveaux historiques, différents comptes étant régulièrement en mesure d’obtenir l’une des cinq attributions les plus importantes lors des adjudications d’obligations et de bons du Trésor. Les bons du Trésor continuent d’afficher une concentration plus élevée que les obligations.

La valeur totale des opérations négociant-client sur le marché secondaire des titres du gouvernement du Canada a continué d’augmenter de façon constante au cours des dernières années. Mais en pourcentage de l’encours total des titres du gouvernement du Canada, la valeur des opérations sur ce marché n’a pas suivi le rythme d’augmentation de l’encours de la dette du Canada; elle a plutôt diminué. Au niveau des entreprises, l’activité de négociation a été relativement stable et équilibrée chez les négociants principaux, mais elle est limitée du côté des distributeurs de titres d’État autres que des négociants principaux.

Dans nos échanges avec des émetteurs souverains comparables, nous avons constaté que la base de négociants principaux du Canada se distingue par le fait qu’elle est plus restreinte et que la majorité de ces négociants sont des entreprises nationales (contrairement aux bases de négociants principaux à prédominance étrangère pour la plupart des émetteurs). La rareté des négociants étrangers au Canada s’est accentuée lorsque la Banque HSBC Canada s’est vu retirer son statut de négociant principal en mars 2024, ce qui reflète le retrait des négociants étrangers de leurs marchés non essentiels à mesure que les entreprises consolident leurs bilans.

Il existe d’autres différences notables entre le cadre de distribution des titres de dette du Canada et celui des émetteurs souverains comparables. Par exemple, bon nombre des cadres de distribution de ces émetteurs ne comportent pas d’obligations en matière de soumissions minimales pour les négociants ni de limites de soumission; certains prévoient des mécanismes post-adjudication et la réouverture d’émissions antérieures de titres; et beaucoup font état d’un recours régulier à des adjudications ou syndications à prix uniforme pour les programmes d’émission d’obligations

traditionnels.

Compte tenu des constatations ci-dessus et des tendances du marché, les modifications ci-dessous sont proposées pour apporter des améliorations et des simplifications progressives et mutuellement avantageuses au cadre de distribution du Canada. Des propositions sont également à l'étude pour accroître la résilience de la base de négociants du pays en attirant peut-être de nouveaux venus et en la renforçant ainsi.

#### Questions

1. Quelles tendances avez-vous observées au cours des cinq dernières années sur les marchés canadiens des titres à revenu fixe, et plus particulièrement sur le marché des titres du gouvernement du Canada, qui ne sont pas abordées ci-dessus mais qui pourraient avoir une incidence sur le cadre de distribution du Canada?
2. Comment décririez-vous l'efficacité globale du cadre de distribution du Canada au cours des dernières années?

Le reste du présent document porte sur les modifications qui pourraient être apportées au cadre de distribution du Canada.

## Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux

Le Canada a recours à des négociants de deux niveaux : des négociants principaux et des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux. Ce modèle de distribution n'a pas changé depuis 1998.

Les négociants principaux bénéficient d'un meilleur accès aux adjudications. En retour, ils doivent satisfaire aux obligations en matière de soumissions minimales à chaque adjudication et être des teneurs actifs sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Leur statut leur permet aussi de participer aux opérations de la Banque et aux séances du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général. De plus, la désignation de négociant principal est utile pour attirer des clients de services connexes et constitue une condition préalable pour mener des syndications sur le marché canadien (p. ex., pour les provinces canadiennes). En revanche, les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux ont un accès plus restreint aux adjudications du Canada, mais ils doivent seulement présenter une soumission acceptée tous les six mois et ils n'ont aucune responsabilité de tenue de marché.

Bien que l'équilibre entre les avantages et les obligations associés au statut de négociant principal

continue de bien servir le Canada, nous avons noté que les défis inhérents au modèle d'affaires des négociants élèvent les seuils pour attirer de nouveaux participants. Or, parmi les modifications qui pourraient être apportées au cadre de distribution, il y en a peu qui aideraient à déterminer s'il y a lieu d'affronter ces défis et la façon de le faire. Mais il est peut-être possible d'apporter des améliorations relativement à la catégorie des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux, qui permettraient d'attirer de nouveaux participants et de renforcer ainsi la résilience de notre base globale de négociants.

À l'heure actuelle, les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux exercent une activité de négociation limitée lors des adjudications de titres du gouvernement du Canada. Une augmentation modeste des obligations de soumission imposées à ces distributeurs pourrait accroître leur activité. Cela pourrait assurer un meilleur équilibre entre, d'une part, leurs obligations et, d'autre part, l'avantage que représentent l'accès aux adjudications et la désignation de négociant (et faire en sorte que cette catégorie de négociants reste attrayante). Les gestionnaires de la dette pourraient aussi sensibiliser les institutions financières étrangères à l'existence de la catégorie des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux, puisque les discussions préliminaires ont révélé que cette catégorie était presque inconnue à l'extérieur du Canada.

Afin de réduire les obstacles à l'entrée des négociants étrangers éventuels et d'accroître ainsi la taille et la diversité de la base de négociants canadiens, les critères d'admissibilité des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux pourraient être revus (ces critères seraient toutefois maintenus dans le cas des négociants principaux). Voici certains des changements potentiels :

- Les principaux services des distributeurs de titres d'État relatifs à la négociation et à la vente de titres du gouvernement du Canada sur le marché des titres à revenu fixe doivent être établis au Canada. Cela montre l'engagement des négociants envers le Canada et le marché des titres du gouvernement du Canada. Cependant, l'électronisation continue des marchés canadiens des titres à revenu fixe et la croissance de la négociation électronique ont affaibli la relation entre l'emplacement physique et l'engagement à négocier des titres. Dans ce contexte, l'avantage stratégique que procuraient les conditions de résidence imposées aux distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux n'existe peut-être plus et ces conditions peuvent, en fait, constituer un obstacle inutile à l'entrée.
- Les distributeurs de titres d'État doivent être membres de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI). Le retrait de cette exigence à l'endroit de ceux qui ne sont pas des négociants principaux pourrait lever un obstacle à l'entrée. Ce retrait s'harmoniserait avec la suppression des conditions de résidence, ce qui permettrait aux négociants hors Canada de présenter une demande pour devenir distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux. Afin d'assurer la gestion des risques et l'exhaustivité continue des données, les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux

basés à l'étranger devraient être assujettis à des normes satisfaisantes (par exemple, par un organisme de réglementation membre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs) et, comme les autres distributeurs de titres d'État, soumettre à l'OCRI toutes les [données de négociation pertinentes](#).

#### Questions

3. Que pensez-vous de l'idée d'augmenter à au moins une fois par mois l'obligation des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux de présenter une soumission acceptée à l'égard de titres du gouvernement du Canada?
  - Quels autres types d'obligations ou d'exigences devraient être considérés?
4. À votre avis, quels risques importants y aurait-il à retirer les conditions de résidence canadienne ou l'exigence d'adhésion à l'OCRI pour les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux? Comment les nouveaux risques liés à de tels changements pourraient-ils être gérés?
5. Que pensez-vous de la volonté d'encourager davantage de négociants, en particulier les grandes entreprises internationales, à faire une demande pour devenir distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux? Selon vous, quelles répercussions cela pourrait-il avoir sur d'autres aspects du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien et sur les marchés des titres du gouvernement du Canada?
6. Avez-vous d'autres points de vue ou commentaires sur le système canadien à deux niveaux de distributeurs de titres d'État?

## Règles d'adjudication s'appliquant aux distributeurs de titres d'État

À l'heure actuelle, le Canada utilise un régime imposant une limite de soumission et une exigence en matière de soumissions minimales qui attribue à tous les négociants principaux une limite de soumission uniforme pour les bons du Trésor, une limite de soumission variable pour les obligations, et des exigences variables en matière de soumissions minimales pour les obligations et les bons du Trésor. La limite de soumission aux adjudications d'obligations et les exigences relatives aux soumissions minimales aux adjudications d'obligations et de bons du Trésor imposées à chaque négociant principal sont dérivées de la « valeur calculée » de celui-ci. Cette valeur est régulièrement évaluée pour chaque négociant en fonction de sa présence aux adjudications du gouvernement du Canada, de ses activités de négociation de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire et de son activité dans le cadre d'opérations facultatives comme les opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie. Une valeur calculée minimale est également exigée pour pouvoir conserver le statut de négociant principal. Ce régime vise à récompenser les négociants

pour leur forte présence sur les marchés des titres du gouvernement du Canada en leur donnant une plus grande latitude pour soumissionner lors des adjudications, ce qui s'accompagne d'une responsabilité accrue de déposer des soumissions concurrentielles à ces adjudications.

Les négociants principaux sont nombreux à maintenir une valeur calculée largement supérieure au plafond de 25 % qui confère la limite de soumission maximale et l'exigence la plus élevée en matière de soumissions minimales. Toutefois, la plupart des négociants ont indiqué avoir une compréhension limitée du système des valeurs calculées. De plus, il a été établi que la forte activité des négociants sur les marchés primaire et secondaire n'est pas motivée par les valeurs calculées comme telles, mais plutôt par la propension naturelle des négociants à être actifs sur les marchés des titres du gouvernement du Canada pour attirer des investisseurs.

L'élimination des valeurs calculées et l'adoption de modalités plus uniformes pour toutes les limites de soumission et les exigences en matière de soumissions minimales pourraient être l'occasion de rationaliser et de simplifier le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien. D'autres changements pourraient aussi être bénéfiques, par exemple, harmoniser davantage notre cadre avec les pratiques internationales, où tous les négociants sont assujettis aux mêmes règles d'adjudication; réduire la lourdeur opérationnelle pour les gestionnaires de la dette; et, finalement, faire en sorte que nos critères à l'égard des négociants principaux laissent plus de place à la discrétion et soient davantage axés sur le dialogue et le rendement global. Par contre, le Canada conserverait ses deux niveaux de distributeurs de titres d'État ainsi que les règles d'adjudication qui s'appliquent à chacun.

#### Questions

7. À votre avis, quelle serait l'incidence d'un système uniforme plus simple pour les règles d'adjudication des titres du gouvernement du Canada – où tous les négociants principaux se verraient imposer la même limite de soumission et la même exigence en matière de soumissions minimales – sur vos soumissions (et celles des autres) lors des adjudications<sup>1</sup>?
  - De quels facteurs le Canada devrait-il tenir compte pour établir des limites et des exigences uniformes?
8. Quelles conséquences pourrait avoir, selon vous, le fait d'imposer la même exigence en matière de soumissions minimales à chaque négociant principal, par exemple en déterminant cette exigence au prorata<sup>2</sup>? À noter qu'il faudrait s'attendre à ce qu'un tel

<sup>1</sup> Les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux se verraient également imposer une limite de soumission uniforme.

<sup>2</sup> C'est-à-dire en divisant le ratio de couverture de 100 % par le nombre de négociants principaux pour établir l'exigence de chacun. Par exemple, si dix négociants principaux participent à des adjudications d'obligations, l'exigence en matière de soumissions minimales imposée à ces négociants sera de 10 % chacun.

changement fasse augmenter l'exigence imposée à certains négociants principaux.

## Limites de soumission

Lors de nos discussions avec les participants au marché, la plupart des négociants et des clients ont indiqué que la limite de soumission concurrentielle actuelle de 25 % continuait de répondre à leurs besoins.

Le gouvernement du Canada permet également de présenter des soumissions non concurrentielles lors de ses adjudications, ce qui garantit aux soumissionnaires des attributions au prix moyen de l'adjudication. Cette option permet aux investisseurs et aux distributeurs qui n'ont peut-être pas l'expérience nécessaire des adjudications et des marchés des titres du gouvernement du Canada pour présenter des soumissions concurrentielles acceptées d'acquérir de petites quantités de titres. Les limites de soumission non concurrentielle ont été revues pour la dernière fois en 2005. Elles s'élèvent actuellement à 5 millions de dollars pour les clients et à 3 millions de dollars pour les distributeurs de titres d'État.

### Questions

9. En quoi la limite de soumission concurrentielle maximale de 25 % pour les négociants principaux et les clients, et la limite de soumission globale de 40 % pour ces mêmes participants sont-elles pertinentes?
  - Quelles pourraient être les différentes limites de soumission considérées?
  - Quelle serait l'incidence du retrait complet des limites de soumission (comme c'est le cas dans certains pays)?
10. De même, en quoi les limites de soumission non concurrentielle sont-elles pertinentes, compte tenu de l'augmentation de l'encours de la dette et des émissions du gouvernement du Canada depuis la dernière révision de ces limites, en 2005?
  - Si les limites de soumission non concurrentielle devaient être révisées, quels niveaux recommanderiez-vous?
  - Comment le gouvernement du Canada devrait-il concilier la volonté de maintenir ses limites de soumission non concurrentielle à des niveaux pertinents et la nécessité de se protéger contre une trop grande part d'une adjudication attribuée au prix moyen?
  - Ces limites de soumission devraient-elles être définies en pourcentage de la taille d'une adjudication ou maintenues en dollars?
11. Avez-vous d'autres commentaires sur les limites de soumission appliquées pour les



adjudications de titres du gouvernement du Canada?

## Soumission par des particuliers dans le cadre d'adjudications du gouvernement du Canada

Même si, à l'heure actuelle, il est possible pour les particuliers de demander un numéro matricule pour participer à des adjudications de titres du gouvernement du Canada, personne ne le fait.

Les particuliers ont besoin, de la part de la Banque, d'un niveau de diligence raisonnable, d'intégration et de surveillance comparable à celui des autres participants, sinon supérieur. Toutefois, il semblerait que la plupart des particuliers participeraient peu aux adjudications comparativement aux investisseurs institutionnels et aux distributeurs de titres d'État. On peut en déduire que le meilleur moyen pour le gouvernement du Canada d'atteindre son objectif visant à obtenir un financement stable et à faible coût serait de tenir des adjudications pour les grands investisseurs institutionnels<sup>3</sup>.

### Question

12. Que pensez-vous de l'idée d'enlever aux particuliers la possibilité de détenir un numéro matricule de soumissionnaire?
- À l'inverse, quels avantages voyez-vous à ce que le gouvernement du Canada continue de permettre aux particuliers d'obtenir un numéro matricule de soumissionnaire?

## Réouverture d'émissions antérieures de titres du gouvernement du Canada

Bien que cela se soit rarement produit dans le passé sur le marché des titres du gouvernement du Canada, il est possible que des titres spécifiques se négocient à un taux spécial lorsque l'encours n'est pas suffisant pour répondre à la demande accrue pour ces titres.

Le fait que des titres se négocient à un taux spécial n'est pas en soi un signe de pressions importantes sur le bon fonctionnement du marché et, en fait, des épisodes occasionnels où des titres sont négociés au rabais peuvent être la preuve que le marché fonctionne normalement. Cependant, si un titre de référence se négocie constamment à un taux spécial, il peut avoir une incidence sur l'ensemble du

---

<sup>3</sup> En effet, c'est en raison du manque de rentabilité des Obligations d'épargne du Canada – des titres au détail destinés aux particuliers – que le gouvernement canadien a mis fin à celles-ci en 2017.

marché. Par exemple, d'autres émetteurs d'obligations libellées en dollars canadiens utilisent des titres de référence du gouvernement du Canada pour établir le prix de leurs titres à revenu fixe sur le marché primaire, et une obligation du gouvernement du Canada négociée au rabais peut compliquer ce processus d'établissement des prix.

#### Questions

13. Le Canada devrait-il songer à créer un mécanisme permanent pour la réouverture d'émissions antérieures d'obligations du gouvernement du Canada qui sont constamment négociées à un taux spécial?
  - Si un tel mécanisme était mis en place, quels critères les gestionnaires de la dette devraient-ils prioriser lorsqu'ils envisagent d'accroître l'offre d'un titre du gouvernement du Canada d'une émission antérieure?
14. Quels types de risques et de conséquences indésirables la réouverture d'émissions antérieures de titres du gouvernement du Canada pourrait-elle engendrer?
15. Avez-vous des commentaires à formuler ou des idées de conception à proposer relativement à ce genre de mécanisme?

## Autre

#### Question

16. Avez-vous d'autres commentaires sur le cadre actuel de distribution des titres de dette du gouvernement canadien? Y a-t-il d'autres éléments de structure qui pourraient être mis en place ou modifiés pour améliorer la façon dont le gouvernement du Canada émet ses titres de dette sur le marché intérieur?