

# Consultations sur le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

## 1. Aperçu

Le ministère des Finances et la Banque du Canada sollicitent l'avis des distributeurs de titres d'État, des investisseurs institutionnels et des autres parties intéressées sur le fonctionnement du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien dans un contexte marqué par l'évolution de la réglementation et des marchés. Les avis recueillis dans le cadre de cette consultation guideront le gouvernement dans son évaluation de la résilience du cadre actuel et lui permettront de déterminer si des ajustements potentiels devraient être envisagés afin de s'assurer que le cadre continue de soutenir 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 canadien. 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 s'inspirant des 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.

Bien que le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien qui est en vigueur respecte ces principes fondamentaux, son dernier examen exhaustif remonte à plus de 10 ans<sup>1</sup>. Compte tenu des nouvelles tendances observées sur le marché des titres d'État, un nouvel examen du cadre s'impose.

## 2. Contexte

Le gouvernement du Canada satisfait ses besoins financiers en émettant des titres d'emprunt libellés en dollars canadiens et en s'appuyant sur les négociants principaux et d'autres distributeurs de titres d'État pour qu'ils agissent en tant qu'intermédiaires avec les investisseurs sur les marchés primaire et secondaire. Des cadres similaires d'émission de titres d'emprunt, qu'on regroupe sous l'expression « modèle des négociants principaux », sont couramment utilisés par les émetteurs souverains des économies développées. Le cadre en vigueur a été mis en place en 1998 et, depuis, plusieurs ajustements ont été apportés dans le but de veiller à l'intégrité des adjudications. Le dernier réexamen du cadre de distribution des titres de dette remonte à 2005. Il a entraîné un certain nombre de changements, dont le relèvement des limites de soumission non concurrentielle des clients et des limites de soumission des

---

<sup>1</sup> <https://www.banqueducanada.ca/2005/08/reexamen-cadre-distribution-titres-dette/>.

distributeurs de titres d'État pour le compte de clients, la hausse du plafond de la fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables et l'imposition d'une soumission d'un montant minimal à tous les distributeurs de titres d'État dans le cadre de leur participation aux adjudications.

### **3. Conciliation des intérêts dans le cadre de distribution des titres de dette**

Le cadre de distribution des titres de dette actuel a été conçu pour concilier l'objectif du gouvernement d'obtenir un financement stable et à faible coût avec la stabilité du cadre, qui dépend de son attrait auprès des distributeurs et de l'engagement des participants aux adjudications des titres d'État. Grâce à l'adoption d'un système de participation par paliers, le cadre actuel établit un équilibre entre les intérêts du gouvernement et ceux des participants au marché, où seuls les distributeurs de titres d'État ont un accès direct aux adjudications; les clients peuvent quant à eux participer indirectement en confiant leurs soumissions à un distributeur. Constituant un sous-groupe de distributeurs de titres d'État, les négociants principaux doivent maintenir un niveau d'activité minimal dans les marchés primaire et secondaire, offrir un montant minimal à chaque adjudication selon un seuil de prix établi et jouer un rôle actif en affichant des cours acheteur et vendeur sur le marché des titres d'État. Les négociants principaux doivent aussi respecter des conditions de résidence selon lesquelles leurs principaux services relatifs à la négociation et à la vente de titres du gouvernement du Canada sur le marché intérieur des titres à revenu fixe doivent être établis au Canada<sup>2</sup>.

En contrepartie de ces obligations, les négociants principaux bénéficient d'un meilleur accès aux adjudications des titres du gouvernement du Canada pour leur propre compte ou celui de leurs clients et ont la possibilité de participer aux séances du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général. Les négociants principaux ont également le droit de participer aux opérations de la Banque du Canada : prises en pension et cessions en pension à un jour, prises en pension à plus d'un jour, prêts de titres et mécanisme permanent de prise en pension à un jour. Les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux ont quant à eux moins d'obligations et d'avantages. La seule obligation en matière de soumission minimale ou de tenue de marché qu'ils sont tenus de respecter est de présenter tous les six mois, pour leur propre compte ou pour le compte de leur client, au moins une soumission concurrentielle ou non concurrentielle qui sera acceptée. En ce qui a trait aux avantages, les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux peuvent présenter des soumissions correspondant au moins élevé des montants suivants : leur limite de soumission calculée ou 9 % du montant à adjuger pour leur propre compte et 10 % pour le compte de leurs clients.

### **4. Tendances du marché**

Ces dernières années, le cadre de distribution en vigueur a facilité l'accès du gouvernement aux marchés de financement. La totalité des obligations et des bons du Trésor mis aux enchères ont été adjugés, et les adjudications demeurent concurrentielles, malgré la baisse du nombre de négociants principaux et la concentration accrue sur le marché des bons du Trésor depuis le dernier examen. Néanmoins, le marché des titres d'État a vu émerger quatre tendances, qui justifient un nouvel examen : 1) les changements touchant le modèle d'affaires des négociants, 2) le retrait des négociants étrangers des marchés non

---

<sup>2</sup> Voir le document suivant pour les modalités complètes : <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2016/08/reglement-relatif-adjudications180816.pdf>.

essentiels, 3) l'électronisation des marchés des titres à revenu fixe et 4) l'évolution du comportement des investisseurs.

#### *4.1 Les changements touchant le modèle d'affaires des négociants*

La mise en œuvre de Bâle III et d'autres réformes réglementaires ainsi que la mise à plat des pratiques d'exploitation et de gestion des risques au sein de nombreuses sociétés depuis la crise financière mondiale ont incité un certain nombre de négociants à rationaliser leurs modèles d'affaires en accordant moins d'importance au « stockage » des risques et en privilégiant la répartition des risques. Selon les observations recueillies dans le cadre des consultations effectuées auprès des marchés, ce processus de rationalisation s'est remarqué chez les négociants qui agissent davantage comme de simples intermédiaires transférant les ordres de leurs clients directement au marché, sans que cela ait une incidence notable sur leurs bilans. Même si une note analytique du personnel de la Banque du Canada publiée récemment<sup>3</sup> précise que la négociation à titre de mandataire est encore relativement limitée en ce qui concerne les titres d'État, cette tendance est de plus en plus visible pour les obligations d'anciennes émissions qui se négocient moins fréquemment que les obligations de référence. Par ailleurs, les teneurs de marché semblent accorder une part de plus en plus importante de leur bilan à leurs clients et activités de négociation les plus rentables. Les changements apportés aux modèles d'affaires des négociants ont également contribué à créer une disparité entre les niveaux de liquidité des obligations faisant partie des émissions les plus récentes ou des obligations de référence, très liquides, et ceux des obligations faisant partie des anciennes émissions, moins liquides. D'autres changements aux modèles d'affaires des négociants pourraient nuire à leur participation aux marchés primaire et secondaire, ce qui aurait une incidence négative sur la liquidité du marché en général et sur le coût d'émission des titres du gouvernement du Canada.

#### *4.2 Le retrait des négociants étrangers des marchés non essentiels*

La priorité accordée par les banques et les négociants d'envergure mondiale aux marchés essentiels, principalement leurs marchés nationaux et d'autres importants marchés internationaux, pourrait aussi avoir une incidence sur le cadre de distribution des titres de dette. Le resserrement des exigences réglementaires a incité certaines banques mondiales à consolider leurs bilans en mettant fin à leur participation active aux marchés non essentiels. La plupart des gestionnaires de dette souveraine imposent une obligation de tenue de marché aux institutions pour que ces dernières puissent bénéficier du statut de négociant principal. La tenue de marché étant une activité à forte intensité de bilan, la consolidation des bilans des banques internationales a entraîné la remise en question du statut de négociant principal à l'étranger. En effet, au cours des dernières années, de nombreuses banques ont cessé de jouer le rôle de négociant principal dans les territoires où elles estimaient ne pas être en mesure d'atteindre le niveau souhaité de rentabilité ou qu'elles ne considéraient plus comme des marchés revêtant une importance stratégique.

---

<sup>3</sup> Hyun D., J. Johal et C. Garriott (2017). *Do Canadian Broker-Dealers Act as Agents or Principals in Bond Trading?*, note analytique du personnel n° 2017-11, Banque du Canada.  
<https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2017/09/san2017-11.pdf>

Le Canada n'est pas épargné par cette tendance, deux banques étrangères ayant récemment mis fin à leurs activités de tenue de marché au pays. Morgan Stanley a cessé d'être un distributeur de titres du gouvernement du Canada en mai 2014, et le groupe Deutsche Bank a abandonné son statut de négociant principal en juillet 2014. Ces deux retraits ont ramené à 11 le nombre de négociants principaux qui participent aux adjudications d'obligations et à 10 le nombre de négociants principaux qui participent aux adjudications de bons du Trésor.

Selon le cadre actuel et les obligations en matière de soumissions minimales (et en faisant abstraction des achats de la Banque du Canada), il faut au moins huit négociants principaux pour s'assurer que la totalité des titres mis aux enchères soient adjugés. Cela suppose que les soumissions que présentent les négociants principaux pour leur propre compte et pour le compte de leurs clients équivalent au moins à 50 % de leur limite de soumission à l'adjudication (c.-à-d.,  $8 \times 0,5 \times 25 \% = 100 \%$ ). Si d'autres négociants principaux se retiraient du processus d'adjudication des titres du gouvernement du Canada, leur nombre se rapprocherait de huit, ce qui pourrait nécessiter l'adoption de nouvelles manières d'atténuer le risque d'échec des adjudications ou l'acceptation d'un niveau de risque plus élevé en ce qui concerne les adjudications.

#### *4.3 L'électronisation des marchés canadiens des titres à revenu fixe*

La négociation électronique gagne en importance sur le marché des titres du gouvernement du Canada, et cette tendance devrait se maintenir compte tenu de ses avantages en termes de vitesse d'exécution, d'efficacité et de réduction des risques opérationnels. En outre, elle peut accroître la pression sur les négociants principaux en favorisant la concurrence. Le marché électronique des titres du gouvernement du Canada comporte deux volets : le marché intercourtiers et le marché client-courtier.

Le marché intercourtiers facilite la gestion des stocks et le partage des risques entre les négociants. Il est servi par trois plateformes : Shorcan Brokers Ltd., Freedom Bond Brokers et Tullett Prebon Canada Ltd. Le marché client-courtier est quant à lui servi essentiellement par Canddeal.

La structure actuelle du marché électronique des titres du gouvernement du Canada limite la capacité de mettre directement en commun les liquidités entre les négociants et les investisseurs, car les clients n'ont pas accès aux plateformes de négociation utilisées sur le marché intercourtiers et qu'aucune plateforme ne facilite la négociation entre clients. Cette structure reflète le fait que les maisons de courtage jouent traditionnellement un rôle clé en tant qu'intermédiaires et pour assurer la liquidité du marché des titres d'État.

#### *4.4 L'évolution du comportement des investisseurs*

L'évolution de la réglementation et des marchés commence à influencer sur le comportement des investisseurs sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Selon les renseignements recueillis auprès de sources diverses, notamment les consultations annuelles sur la stratégie de gestion de la dette et l'enquête du Forum canadien des titres à revenu fixe, les investisseurs ont adapté leurs stratégies d'investissement pour tenir compte de la diminution de la liquidité des obligations des émissions anciennes. Les fonds d'arbitrage positionnent de plus en plus leurs placements dans les obligations de référence récentes et explorent des stratégies qui mettent davantage l'accent sur l'exécution de

transactions et qui requièrent moins de services de négociation immédiate. L'enquête du Forum canadien des titres à revenu fixe d'octobre 2016<sup>4</sup> montre que la majorité des participants au marché accroissent leurs placements dans des obligations de référence, notamment les obligations de référence faisant l'objet de réouvertures, et investissent moins dans les obligations d'émissions antérieures en raison du resserrement de la réglementation. Plus de la moitié des répondants à cette enquête ont indiqué qu'ils privilégient des stratégies qui requièrent moins de transactions et qu'ils explorent des stratégies qui réduisent l'incidence des transactions sur les prix, comme le fait de fractionner les transactions en de plus petits volumes. L'enquête révèle également un recours accru aux dérivés, notamment les contrats à terme et les fonds négociés en bourse, pour acquérir des participations et couvrir le risque de taux d'intérêt.

En réduisant la pression sur la demande de services de négociation immédiate, les changements dans le comportement des investisseurs pourraient compenser en partie l'effet négatif de la diminution de la capacité de tenue de marché qui découle des dernières modifications réglementaires et de la baisse du goût du risque des institutions financières. Bien que ces changements puissent favoriser la liquidité dans des conjonctures normales de marché, les participants au marché se préoccupent de sa possible fragilisation en cas de tensions sur les marchés, lorsque la demande de liquidité a tendance à s'accroître. La diminution de la capacité de tenue de marché pourrait aussi limiter la faculté des négociants à absorber les chocs dans des contextes de perturbations financières.

### **Questions**

1. Quel est votre point de vue sur les quatre tendances qui se dégagent en ce qui concerne le marché des titres du gouvernement du Canada? Selon vous, d'autres tendances qui n'ont pas été mentionnées pourraient-elles avoir une incidence sur l'efficacité du cadre de distribution des titres de dette?
2. Quels commentaires pouvez-vous faire sur la progression des tendances actuelles et potentielles et leur incidence sur le cadre de distribution des titres de dette?
3. Dans quelle mesure votre participation aux marchés des obligations du gouvernement du Canada est-elle importante pour l'ensemble de vos activités de négociation de titres à revenu fixe?
4. Dans quelle mesure les plateformes actuelles de négociation électronique appuient-elles le bon fonctionnement du marché des obligations du gouvernement du Canada?

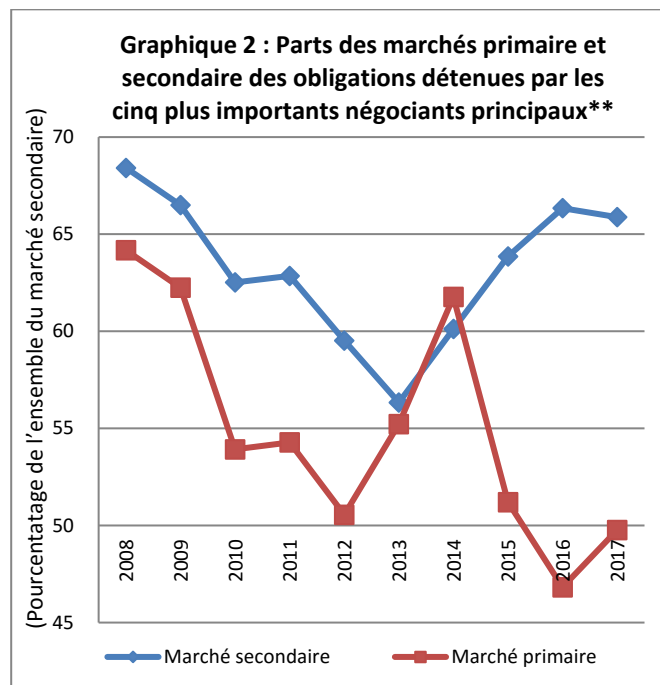
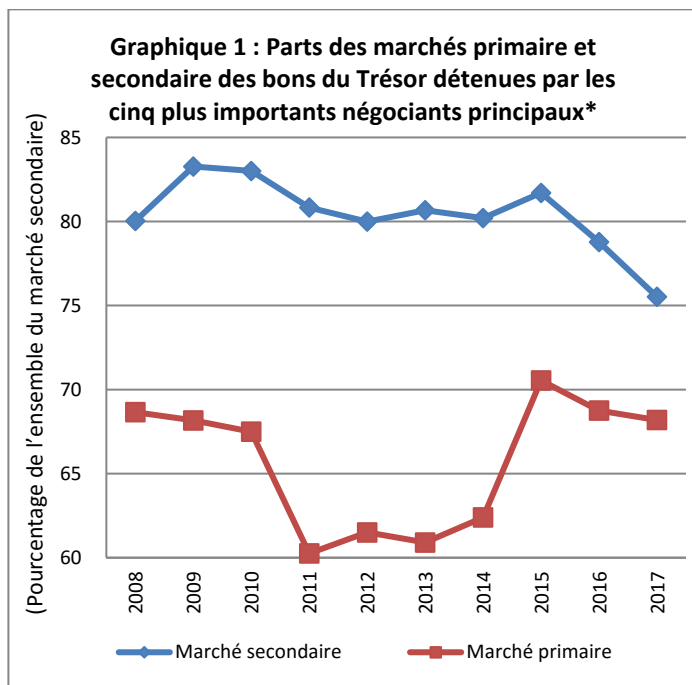
## **5. Compétitivité du marché des bons du Trésor par rapport au marché obligataire**

Depuis la crise financière mondiale, l'encours des obligations du gouvernement du Canada est passé d'environ 264 milliards de dollars en décembre 2008 à 570 milliards de dollars en décembre 2017. Parallèlement, l'encours des bons du Trésor est passé d'un sommet de 200 milliards de dollars en juillet 2009 à 120 milliards de dollars en décembre 2017. À peu près à la même période, le marché des bons du Trésor est demeuré très concentré, les cinq plus importants négociants principaux contrôlant en moyenne 66 % et 80 % des marchés primaire et secondaire, respectivement (voir le graphique 1). À l'opposé, les

---

<sup>4</sup> <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2016/10/forum-enquete-apercu-031016.pdf>.

activités de négociation sur le marché obligataire sont dorénavant mieux réparties entre les négociants principaux. La part du marché primaire des obligations pour les cinq plus importants négociants principaux a diminué, passant de 65 % à 50 %, tandis que leur part du marché secondaire se situe en moyenne à 60 % (voir le graphique 2). Bien que la concentration plus élevée sur le marché des bons du Trésor que sur le marché obligataire n'ait pas eu d'incidence significative sur le bon fonctionnement du marché, une concentration accrue des activités entre les mains d'un petit nombre d'intermédiaires risque de limiter la capacité du marché à absorber d'importantes fluctuations des émissions.



Source : Banque du Canada

\*Part du marché primaire mesurée par le volume des titres du gouvernement du Canada adjugés au négociant principal.

\*\*Part du marché secondaire mesurée par le volume des transactions portant sur des titres du gouvernement du Canada réalisées par le négociant principal.

### Questions

5. Dans ce contexte, comment évalueriez-vous le degré de compétitivité des marchés des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada?
6. Quels facteurs contribuent à la concentration plus élevée sur le marché des bons du Trésor que sur le marché obligataire?
7. Comment évalueriez-vous l'efficacité des obligations actuelles en matière de soumissions qui sont imposées aux négociants principaux pour favoriser la participation et la concurrence sur le marché des bons du Trésor? Comment évalueriez-vous leur efficacité sur le marché obligataire?

## 6. Évaluation de l'efficacité du cadre actuel de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

Le modèle des négociants principaux des titres d'État appuie les objectifs du gouvernement en matière de gestion de la dette, soit obtenir un financement stable et à faible coût et soutenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Compte tenu de la taille moyenne du marché financier canadien et du rôle important d'intermédiation financière joué par les maisons de courtage, le modèle des négociants principaux semble actuellement demeurer le modèle de distribution le plus approprié pour les titres de dette du gouvernement du Canada.

Les négociants principaux procurent de multiples services au gouvernement, notamment en présentant des soumissions pour le compte de leurs clients dans le cadre des adjudications, en commercialisant les titres auprès de leurs clients, en redistribuant les titres aux investisseurs finaux et en atténuant le risque opérationnel grâce au nombre limité d'interactions directes entre les participants et le gouvernement. Autre élément important : les négociants principaux « stockent » également des titres dans leurs bilans lorsque les titres à adjuger ne rencontrent pas immédiatement une demande suffisante parmi les investisseurs, car les négociants principaux sont obligés de participer à chaque adjudication, quelle que soit la conjoncture.

Depuis l'adoption du modèle des négociants principaux, les adjudications sont la principale méthode pour vendre des titres de dette du gouvernement du Canada sur le marché institutionnel intérieur, la seule exception étant le processus de syndication qui a été utilisé en 2014 pour l'émission des premières obligations du gouvernement du Canada à très long terme. Les obligations à rendement nominal et les bons du Trésor sont adjugés en fonction d'adjudications à prix multiples, tandis que les obligations à rendement réel et les obligations à très long terme sont adjugées en fonction d'adjudications à prix uniforme. Les adjudications contribuent à l'efficacité du modèle des négociants principaux, et on s'attend à ce que cela soit toujours le cas dans un avenir prévisible.

Quatre caractéristiques du cadre de distribution des titres de dette examinées ci-dessous constituent des domaines où des ajustements pourraient être effectués afin de rééquilibrer les avantages et les obligations découlant du cadre actuel. Toutes les suggestions d'autres ajustements sont également les bienvenues.

### 6.1 Évaluation des obligations en matière de soumissions minimales des négociants principaux

Le cadre actuel de distribution de titres de dette appuie le souhait du gouvernement de conserver un accès continu aux marchés de financement en exigeant qu'un négociant principal présente une soumission dont le montant équivaut à au moins 50 % de sa limite de soumission calculée à chaque adjudication. Compte tenu du nombre actuel de négociants principaux de titres d'État, cette obligation de soumission minimale de 50 % donne au gouvernement la garantie que la totalité des bons du Trésor ou des obligations sera adjugée. Néanmoins, l'évolution de la réglementation a entraîné une augmentation du coût des activités à forte intensité de bilan, et certains distributeurs ont commencé à rationaliser leurs modèles d'affaires en réduisant les capitaux qu'ils affectent aux secteurs d'activité à forte intensité de capital qui ne génèrent pas le rendement souhaité. Même si le fonctionnement du

marché des titres d'État n'a pas subi d'incidence significative découlant de cette rationalisation des bilans des négociants, il est de plus en plus manifeste, à l'échelle mondiale comme au Canada, que les négociants changent leur façon de mener leurs activités de tenue de marché. Selon des observations empiriques, les négociants effectuent de plus en plus souvent des transactions sur d'anciennes émissions à titre de mandataires et ils augmentent la part des obligations de référence – qui sont relativement plus liquides que les obligations des émissions antérieures – dans leur bilan.

### **Questions**

8. Selon vous, les coûts bilanciaux et les limites internes ont-ils influé sur le comportement des soumissionnaires lors des adjudications des titres du gouvernement du Canada? Dans l'affirmative, de quelle manière?
9. En quoi un resserrement ou un allègement des obligations en matière de soumissions minimales pour les négociants principaux aurait-il une incidence sur le comportement des soumissionnaires et, plus largement, sur les résultats des adjudications des titres d'État?

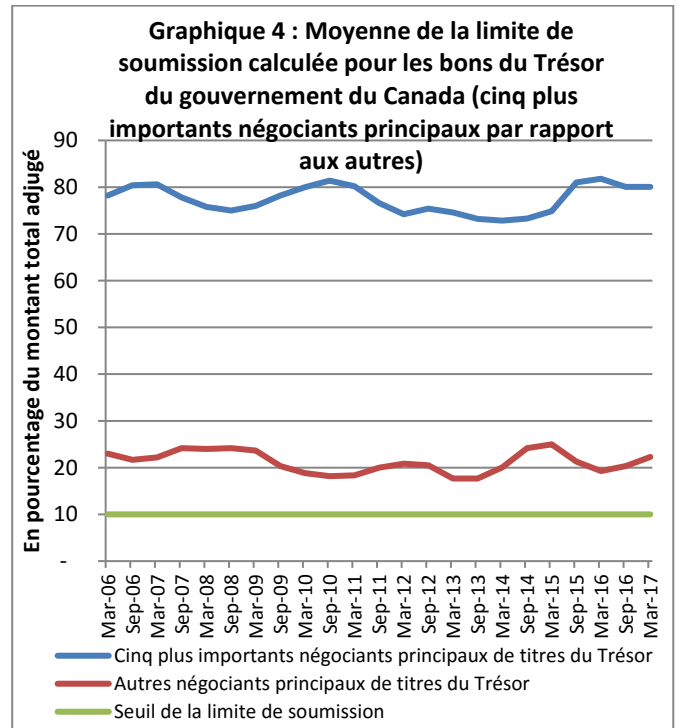
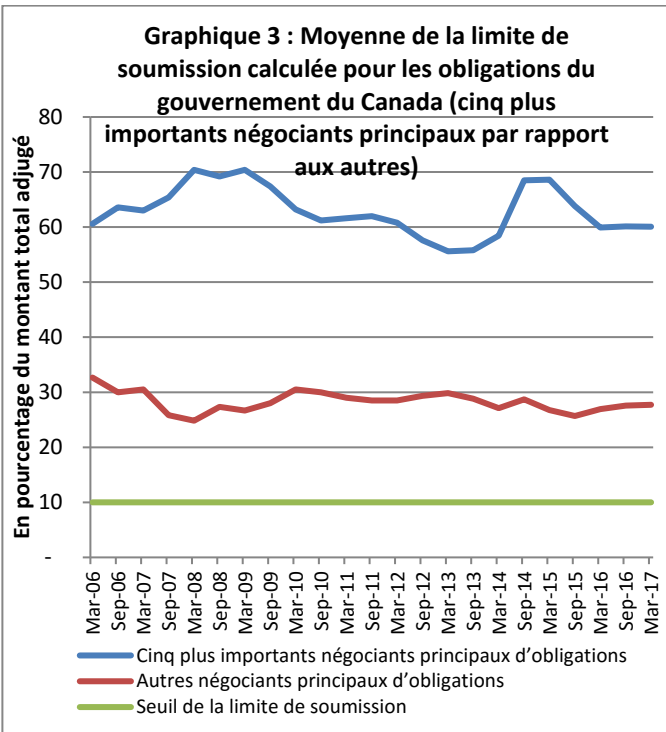
## ***6.2 Exigences visant l'obtention et le maintien du statut de négociant principal***

Les avantages associés au statut de négociant principal exigent le respect d'une série d'obligations, notamment en matière de déclarations, un engagement envers le marché national et le maintien d'un certain niveau d'activité sur les marchés primaire et secondaire des titres d'État. Le gouvernement surveille la façon dont chaque négociant principal respecte ses obligations à titre d'intermédiaire en calculant sa limite de soumission tous les semestres<sup>5</sup>. La limite de soumission est fondée sur les parts des marchés primaire et secondaire du négociant principal, de même que sur sa participation facultative à certaines adjudications, comme celles des bons de gestion de trésorerie non fongibles. Un négociant principal doit maintenir une limite de soumission calculée de 10 % afin de conserver son statut. Un négociant principal dont la limite de soumission calculée tombe sous le seuil de 10 % bénéficie toutefois d'un délai de six mois pour accroître son volume d'activité avant de perdre son statut. Bien que ce seuil puisse inciter les négociants principaux actuels à demeurer actifs sur le marché primaire et favoriser la liquidité du marché secondaire des titres d'État, il fait également en sorte qu'il est plus difficile pour de nouveaux participants de respecter les critères d'admissibilité afin de devenir un négociant principal. L'abaissement de la limite de soumission calculée offrirait une plus grande flexibilité aux négociants principaux actuels, en particulier ceux qui ont une plus petite part de marché, tout en facilitant l'obtention du statut de négociant principal pour les nouveaux participants. Comme l'illustrent les graphiques 3 et 4 ci-dessous, la limite de soumission calculée des cinq plus importants négociants principaux dépasse largement le seuil de 10 %, tandis que la limite des autres négociants principaux tend à se rapprocher du seuil.

---

<sup>5</sup> Le calcul de la limite de soumission est effectué à l'aide de la formule suivante :  $3x(\text{part du marché primaire}) + 2x(\text{part du marché secondaire}) + 0,5x(\text{part des transactions facultatives})$ .





Source : Banque du Canada

### Questions

10. Quel avis avez-vous sur l'équilibre actuel entre les avantages et les obligations qui sont associés au statut de négociant principal?
11. Quel est votre point de vue sur le niveau d'activité actuellement requis (le « seuil de la limite de soumission calculée ») pour obtenir ou conserver le statut de négociant principal? Dans quelle mesure l'abaissement ou le relèvement de ce seuil aurait une incidence sur votre comportement lors des adjudications et, plus largement, sur la résilience du cadre de distribution des titres de dette?

### 6.3 Obligations relatives au marché secondaire

Comme la plupart des principaux gestionnaires de dette souveraine, le gouvernement du Canada s'appuie sur les négociants principaux pour les activités de tenue du marché de ses titres, ce qui favorise le bon fonctionnement du marché et soutient la capacité du gouvernement à obtenir un financement stable et à faible coût à long terme. Cependant, contrairement à la plupart des autres pays où les obligations des négociants relatives au marché secondaire sont clairement définies, le gouvernement du Canada n'a pas quantifié les obligations pour son marché secondaire. Bien que celui-ci soit relativement liquide et que les négociants principaux soutiennent fermement la liquidité du marché, le manque de clarté concernant les obligations relatives au marché secondaire risque de nuire au bon fonctionnement du marché en période de tensions. Le fait d'exiger que les négociants principaux maintiennent une part minimale du marché secondaire permettrait de renforcer la liquidité du marché des titres d'État et d'éviter l'érosion graduelle de cette liquidité. Étant donné que tous les négociants principaux soutiennent déjà activement la liquidité

du marché des titres d'État et qu'ils déclarent leurs transactions, ce seuil ne devrait pas représenter un changement majeur par rapport à leurs pratiques et à leurs niveaux d'activité actuels. Il permettrait toutefois au Canada d'harmoniser sa pratique avec celle des autres principaux gestionnaires de dette souveraine qui ont mis en place des obligations précises en ce qui concerne le marché secondaire.

### **Questions**

- 12.** À votre avis, quelle pourrait être l'incidence de l'imposition d'une part minimale du marché secondaire sur les négociants principaux?
- 13.** Quel serait le niveau approprié et quelle devrait être la fréquence du calcul d'un possible plancher pour cette part du marché secondaire?
- 14.** Quelles autres mesures le gouvernement pourrait-il prendre pour renforcer l'obligation actuelle visant la tenue du marché secondaire?

### ***6.4 Distributeurs autres que des négociants principaux – Limite de soumission pour le compte de leurs clients***

Comme nous l'avons déjà mentionné, en vertu du modèle des négociants principaux canadien, le gouvernement s'appuie exclusivement sur des distributeurs de titres d'État pour le placement de ses titres de dette. En plus des négociants principaux, qui sont obligés de participer à chaque adjudication, une catégorie de distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux a été créée pour favoriser une participation et une concurrence accrues lors des adjudications du gouvernement du Canada, en permettant à des courtiers de moindre envergure de pouvoir accéder au processus. La catégorie des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux peut aussi être considérée comme un tremplin pour les courtiers qui souhaitent devenir des négociants principaux. Quoi qu'il en soit, contrairement aux négociants principaux, qui sont assujettis à davantage d'obligations sur les marchés primaire et secondaire, les distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux ont une seule obligation à satisfaire afin de bénéficier de certains des avantages liés à la négociation principale : présenter tous les six mois, pour leur propre compte ou pour le compte de leur client, au moins une soumission concurrentielle ou non concurrentielle qui sera acceptée.

### **Questions**

- 15.** Dans ce contexte, que pensez-vous d'une éventuelle harmonisation de la limite de soumission des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux pour le compte de leurs clients avec leur propre niveau de participation aux adjudications de titres du gouvernement du Canada?
- 16.** Comment décririez-vous l'équilibre entre les avantages et les obligations des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux aux adjudications de titres du gouvernement du Canada?

### ***6.5 Autres ajustements potentiels au cadre de distribution des titres de dette***

S'il y a d'autres tendances ou facteurs clés susceptibles d'influer sur le cadre de distribution des titres de dette qui n'ont pas encore été identifiés, il pourrait être pertinent de considérer d'autres ajustements à ce cadre.

**Question :**

- 17.** S'il y a d'autres tendances ou facteurs clés susceptibles d'influer sur le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement du Canada, quels changements proposeriez-vous pour faire en sorte que ce cadre continue de satisfaire aux quatre principes fondamentaux de la distribution des titres de dette et aux objectifs de gestion de la dette du gouvernement?